

# DOCUMENTS DE SÉANCE

1969 - 1970

---

26 SEPTEMBRE 1969

DOCUMENT 108

---

## Rapport

fait au nom de la commission économique

sur/l'établissement d'un marché européen des capitaux

**Rapporteur : M. Dichgans**

*Le 11 septembre 1968, conformément à l'article 38 du règlement, le bureau du Parlement européen a chargé la commission économique, compétente au fond, et la commission des finances et des budgets, compétente pour avis, d'examiner les problèmes inhérents à l'établissement d'un marché européen des capitaux.*

*La commission économique a désigné M. Dichgans comme rapporteur au cours de sa réunion du 20 septembre 1968.*

*Elle a examiné les problèmes que pose l'établissement d'un marché européen des capitaux lors de sa réunion du 17 juillet 1969 et a adopté à l'unanimité moins une voix et deux abstentions, en sa réunion du 18 septembre 1969, la proposition de résolution et l'exposé des motifs suivants.*

*L'avis de la commission des finances et des budgets, élaboré par M. Corterier, est annexé au présent rapport.*

*Etaient présents : MM. Boersma, président, Dichgans, rapporteur, Behrendt, Berkhouwer, Bersani, Berthoin (suppléant M. Starke), Califice, Corterier, De Winter, Mlle Flesch, M. Gerlach (suppléant M. Apel), Mlle Lulling, MM. Oele, Romeo, Scoccimarro.*

## Sommaire

A — Proposition de résolution .....	3	VII — Les principaux facteurs déterminants du cloisonnement actuel des marchés nationaux de capitaux dans la Communauté	13
B — Exposé des motifs .....	5	Les discriminations fiscales .....	13
I — Coup d'œil d'ensemble et introduction.	5	Le risque de change .....	14
II — Les travaux du Parlement européen...	6	Les obstacles tenant à la réglementation des changes .....	15
III — Le traité et le niveau de libération.....	7	Les différentes réglementations nationales en matière de crédit .....	16
IV — La formation de capital est-elle suffisante dans la C.E.E. ? .....	8	Restrictions à la liberté d'établissement des banques et à la liberté de prestation de services .....	16
V — État actuel des liaisons entre marchés des capitaux .....	10	Les interventions des pouvoirs publics	17
VI — Le marché des euro-émissions, catalyseur de l'intégration des marchés des capitaux	10	VIII — Nécessité d'une publicité plus poussée	18
		Avis de la commission des finances et des budgets .	20

## A

La commission économique soumet, sur la base de l'exposé des motifs ci-joint, au vote du Parlement européen, la proposition de résolution suivante :

### **Proposition de résolution sur l'établissement d'un marché européen des capitaux**

*Le Parlement européen,*

- vu ses avis antérieurs sur les questions relatives au marché européen des capitaux et notamment sa résolution du 30 novembre 1966 <sup>(1)</sup> sur l'activité future de la Communauté dans le domaine de la politique monétaire et la création d'une union monétaire européenne,
- vu le rapport de la commission économique et l'avis de la commission des finances et des budgets (doc. 108/69),

1. Réaffirme sa conviction que l'économie de la Communauté ne pourra pleinement tirer profit des avantages qu'offre le vaste marché en voie de formation que moyennant l'établissement d'un marché des capitaux unique et libéralisé, qui puisse notamment répondre à ses besoins en matière d'investissements ;

2. N'ignore cependant pas que certaines difficultés de caractère transitoire interdisent encore une libéralisation complète des mouvements de capitaux dans la Communauté ;

3. Préconise en conséquence une suppression progressive des restrictions qui sont encore opposées à l'heure actuelle aux mouvements de capitaux à l'intérieur de la Communauté ;

4. Propose en priorité les mesures suivantes qui apparaissent comme de nature à assouplir, avant d'y mettre fin complètement, le système actuel de cloisonnement des marchés nationaux des capitaux :

- a) l'élimination progressive de toutes les entraves législatives, réglementaires et administratives qui subsistent dans le domaine de la circulation des capitaux entre les États membres et qui empêchent les non-résidents d'accéder aux marchés nationaux de capitaux de la Communauté,
- b) l'adoption immédiate de la troisième directive sur les mouvements de capitaux,
- c) l'élaboration d'un accord multilatéral à conclure par les États membres, destiné à éviter la double imposition,
- d) l'adoption de la proposition de directive relative à la suppression des restrictions à la liberté d'établissement et à la libre prestation des services en matière d'admission de succursales et de filiales aux activités de crédit, notamment pour que puissent se constituer des banques européennes dont l'importance soit à la mesure des besoins de l'espace économique européen,
- e) l'harmonisation des dispositions législatives et des pratiques administratives en matière d'octroi de concessions, de surveillance et de contrôle des établissements financiers, et la préparation d'une « directive sur l'organisation commune du crédit »,

---

<sup>(1)</sup> J. O. n° 232 du 16 décembre 1966, p. 3911.

- f) le rapprochement des usages nationaux en matière de bourse, des règles applicables aux émissions et des dispositions relatives à l'activité des intermédiaires financiers et des investisseurs institutionnels,
- g) le lancement d'emprunts d'un type nouveau, de nature à éveiller l'intérêt du public, libellés en unités monétaires de la C.E.E.,
- h) l'élimination du facteur d'incertitude que constitue l'utilisation qui est faite actuellement des marges des cours de change ;

5. Invite la Commission des Communautés européennes à présenter, en complément de ses mémorandums du 5 mars 1969, relatifs, l'un à la nécessité et aux modalités d'une action dans le domaine des capitaux, et l'autre, relatif à des mesures d'aménagement en matière d'impôts directs en vue de faciliter le développement et l'interpénétration des marchés de capitaux dans la Communauté économique européenne, un programme d'action tendant à la réalisation progressive, dans des délais définis d'avance, d'un marché européen des capitaux ;

6. Charge son président de transmettre la présente résolution et le rapport de sa commission compétente au Conseil et à la Commission des Communautés européennes.

# B

## EXPOSÉ DES MOTIFS

### I — Coup d'œil d'ensemble et introduction

1. La crise monétaire qui, à la fin de l'automne 1968 et de nouveau en mai 1969, a ébranlé la Communauté, a reposé brutalement, dans toute son actualité, la question de la coopération entre les États membres dans le domaine monétaire. La dévaluation du franc français, en août 1969, a une fois de plus rendu sensible à chacun l'importance des problèmes qui se posent. Alors qu'au cours des années précédentes on ne discutait pour ainsi dire que dans l'abstrait la question de savoir s'il fallait considérer l'union monétaire comme le couronnement de l'union économique ou si l'on pouvait déjà s'attaquer à sa réalisation, d'importants mouvements spéculatifs de fonds et de capitaux firent apparaître clairement les risques qu'impliquait, à défaut de coopération économique et monétaire, la situation actuelle d'interdépendance économique accrue.

2. Les causes de cette crise n'ont nullement été éliminées ; pour y parvenir, il faudrait, abstraction faite de facteurs exceptionnels, assurer l'équilibre de l'évolution des économies des États membres. Ce qui s'est passé en novembre 1968 peut se reproduire à tout moment et il faut bien se rendre compte que, si cela arrivait, non seulement l'acquis actuel serait remis en question, mais les riches perspectives des progrès qui s'ouvrent à la Communauté se trouveraient compromises.

Le présent rapport ne traite que d'une partie des nombreux problèmes qui se posent en la matière, à savoir ceux qui ont trait au marché européen des capitaux. L'intégration des marchés nationaux des capitaux est, d'une certaine manière, un des facteurs de la réalisation d'une union monétaire de la Communauté. Inversement, l'union douanière ne pourra porter tous ses fruits, après sa réalisation, que s'il est créé une union monétaire. Votre commission estime qu'il en est d'autant plus urgent de promouvoir l'intégration des marchés des capitaux par des initiatives de grande portée de l'exécutif communautaire. La commission estime en particulier que, surtout après ce qui s'est passé ces derniers mois, on ne pourra plus poursuivre de « politique fragmentaire » sans qu'il en résulte des dommages pour la Communauté.

3. Cela étant, votre commission estime qu'il s'impose d'urgence de s'attaquer au cloisonne-

ment actuel des marchés nationaux des capitaux, les mesures à prendre à cette fin étant essentiellement les suivantes :

- l'élimination progressive, sur la base d'un programme prévoyant des priorités et des détails, de toutes les entraves législatives, réglementaires et administratives qui subsistent dans le domaine de la circulation des capitaux entre les États membres et qui empêchent les non-résidents d'accéder aux marchés des capitaux des pays de la Communauté ;
- en particulier, l'adoption, dans les délais réduits, de la troisième directive sur les mouvements de capitaux ;
- l'adoption de la proposition de directive présentée par la Commission dès l'été de 1965, relative à la suppression des restrictions à la liberté d'établissement et à la libre prestation des services en matière d'admission de succursales et de filiales aux activités de crédit ;
- l'harmonisation des dispositions législatives et des pratiques administratives en matière d'octroi de concessions, de surveillance et de contrôle des établissements financiers, et la préparation d'une « directive sur l'organisation commune du crédit » ;
- la définition de principes et de dispositions-cadre uniformes et obligatoires en matière de politique budgétaire et fiscale des gouvernements et de leurs collectivités territoriales ;
- parallèlement, l'accélération du rapprochement des structures budgétaires et fiscales des États membres ;
- l'élaboration d'un accord multilatéral à conclure par les États membres, destiné à éviter la double imposition et à faire office de solution provisoire en attendant l'harmonisation complète des structures fiscales ;
- l'adaptation des dispositions fiscales ayant pour objet d'encourager l'épargne privée à long terme ;
- le rapprochement des usages nationaux en matière de bourse, des règles applicables aux émissions, des dispositions relatives à l'activité des intermédiaires financiers et des investissements institutionnels ainsi que des

prescriptions relatives à la publicité des activités des sociétés dont les titres sont cotés en bourse ;

- le lancement d'emprunts d'un type nouveau, libellés en unités monétaires de la C.E.E.

Sans doute s'agit-il là d'un vaste programme qui ne saurait être réalisé du jour au lendemain. La commission économique estime cependant qu'au cours de ces dernières années trop de choses ont été négligées dans le domaine de l'intégration des marchés des capitaux et qu'il est d'autant plus urgent de combler ce retard.

4. Pour le reste, votre commission estime que les faiblesses actuelles des marchés des capitaux de la Communauté tiennent moins à l'insuffisance de l'épargne qu'au défaut d'ajustement de l'offre et de la demande sur les marchés nationaux des capitaux trop restreints. Toutes les propositions et initiatives des institutions de la Communauté devraient donc s'inspirer de la nécessité d'éliminer aussi rapidement que possible les entraves à la circulation des capitaux entre les différents États.

Aussi votre commission se félicite-t-elle de la présentation au Conseil des deux mémorandums de l'exécutif du 5 mars 1969 sur la libéralisation de la circulation des capitaux dans la Communauté<sup>(1)</sup>. Les conceptions de votre commission, résultant de l'analyse des causes du cloisonnement actuel des marchés nationaux des capitaux quant à la fixation des objectifs à atteindre pour vaincre ces tendances, coïncident dans une large mesure avec celles de l'exécutif.

5. L'exécutif constate lui-même avec regret que depuis 1962, aucun progrès n'a plus été réalisé en matière de libéralisation de la circulation des capitaux à l'intérieur de la Communauté. Deux directives sur la suppression de diverses mesures de contrôle des changes ayant un effet perturbateur sur la circulation des capitaux ont été arrêtées jusqu'ici, la première en 1960, et la deuxième en 1962. Il est particulièrement regrettable que le Conseil n'ait toujours pas adopté la troisième directive, dite directive sur la circulation des capitaux (qui doit surtout permettre d'atteindre à un meilleur équilibre entre les obligations des États membres en matière de libéralisation, d'une part, et leurs dispositions législatives, administratives et réglementaires, d'autre part), mais l'ait renvoyée, en mars 1968, au comité des représentants permanents.

Comme l'exécutif, votre commission estime que l'adoption à brève échéance de la troisième directive est tout aussi urgente que l'élimination

des discriminations fiscales en matière de circulation des capitaux.

6. En ce qui concerne la discrimination fiscale, l'exécutif a déjà soumis une proposition positive sur :

- la suppression de l'imposition à la source des intérêts d'emprunts et
- l'assouplissement de la double imposition des dividendes.

Il est heureux que l'exécutif compte ces mesures au nombre des objectifs les plus urgents de son nouveau programme d'action, au même titre que l'adoption de la directive sur la circulation des capitaux. On sait que l'une des raisons, et non des moindres, qui ont déterminé le succès spectaculaire du marché des euro-émissions, consiste dans le fait que ce marché n'est soumis à aucune restriction et échappe notamment à la perception d'impôts à la source sur les revenus mobiliers. Votre commission souligne toutefois la nécessité de prendre des mesures tendant à empêcher la fraude fiscale.

7. Les autres objectifs énumérés par la Commission sont les suivants :

- libéralisation des dispositions relatives aux placements des investisseurs institutionnels (assouplissement des règles assurant une position privilégiée aux émetteurs publics nationaux) ;
- amélioration et harmonisation des dispositions applicables à la publicité des émissions de valeurs mobilières et à leur introduction en bourse ;
- harmonisation des conditions régissant les valeurs mobilières ;
- harmonisation des sûretés et garanties bancaires (par exemple, hypothèques, cautions).

Il est regrettable que l'exécutif n'ait pu se décider à établir un « calendrier » de mise en application de ces mesures, d'autant plus qu'il estime lui-même qu'il est urgent de réaliser des progrès dans ces domaines.

## II — Les travaux du Parlement européen

8. Le Parlement a insisté à différentes reprises sur l'importance de l'intégration des marchés des capitaux dans la Communauté. Il convient de citer notamment :

- le rapport Van Campen, fait au nom de la commission économique et financière, sur la coordination des politiques monétaires dans le cadre de la C.E.E. (doc. 17/62) ;
- le rapport Bousch, fait au nom de la commission économique et financière, sur la coordination des politiques budgétaires et financières (doc. 19/62) ;

<sup>(1)</sup> Mémorandum de la Commission au Conseil sur la nécessité et les modalités d'une action dans le domaine des capitaux (COM (69) 200) — Mémorandum de la Commission au Conseil sur les mesures d'aménagement en matière d'impôts directs en vue de faciliter le développement et l'interpénétration des marchés de capitaux dans la Communauté économique européenne (COM (69) 201).

- le rapport Vals, fait au nom de la commission économique et financière, sur la coopération monétaire et financière au sein de la Communauté économique européenne (doc. 103/63) ;
- le rapport Baas sur la proposition de la Commission de la C.E.E. au Conseil relative à une directive pour la communication à la Commission des données statistiques afférentes aux mouvements de capitaux à destination et en provenance des pays tiers et sur la recommandation de la Commission de la C.E.E. en vue d'une décision relative à l'organisation de consultations au sein de la Communauté sur les politiques nationales en matière de mouvements de capitaux en provenance de pays tiers (doc. 38/66) ;
- le rapport Dichgans, fait au nom de la commission économique et financière, sur l'activité future de la Communauté dans le domaine de la politique monétaire et la création d'une union monétaire européenne (doc. 138/66).

9. Dans une résolution adoptée à la suite de l'examen de ce dernier rapport, le Parlement européen a souligné que pour la Communauté, qui est encore très loin de disposer du marché des capitaux unifié dont la réalisation s'impose d'urgence et d'avoir une politique monétaire coordonnée, il est indispensable et urgent de poursuivre la libération du marché des capitaux, notamment des mouvements de capitaux à court terme. La résolution insiste sur les facteurs de perturbation que constituent les interventions directes ou indirectes des pouvoirs publics sur le marché des capitaux, facteurs dont l'action est plus ou moins marquée selon les pays de la Communauté. Le Parlement considère que l'élimination de ces facteurs de perturbation est une des conditions de l'intégration des marchés nationaux des capitaux.

10. En outre, le Parlement a recommandé, dans la même résolution, que les États membres procèdent, d'un commun accord, à la frappe de pièces de monnaie européennes, qui constituerait un premier pas vers une union monétaire européenne.

### III — Le traité et le niveau de libération

11. Les mouvements de capitaux à l'intérieur de la Communauté sont régis par l'article 67, paragraphe 1, du traité de la C.E.E., qui constitue une disposition fondamentale du traité et qui est conçu comme suit :

« Les États membres suppriment progressivement entre eux, pendant la période de transition et dans la mesure nécessaire au bon fonctionnement du Marché commun, les restrictions aux mouvements des capitaux appartenant à des personnes résidant dans

les États membres, ainsi que les discriminations de traitement fondées sur la nationalité ou la résidence des parties, ou sur la localisation du placement. »

L'article 70 du traité stipule en outre qu'il faut s'efforcer d'atteindre le plus haut degré de libération possible en ce qui concerne les mouvements de capitaux entre les États membres et les pays tiers.

12. En vertu des deux directives qui ont été arrêtées par le Conseil sur proposition de la Commission (celle du 11 mai 1960 et celle du 18 décembre 1962), les obligations suivantes s'imposent aux États membres :

- 1<sup>o</sup> Il y a *libération inconditionnelle* pour les investissements directs, les opérations sur valeurs mobilières cotées en bourse, les investissements immobiliers et les crédits à court et à moyen terme liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services. La libération des mouvements de capitaux ne peut être révoquée qu'en application des articles 73 et 109 du traité de Rome, pour autant que des circonstances exceptionnelles le justifient et seulement aussi longtemps que ces circonstances persistent. La France a fait usage de cette faculté en novembre 1968.
- 2<sup>o</sup> Il y a *libération conditionnelle* pour l'émission de valeurs mobilières, les prêts et crédits à moyen et à long terme de caractère financier. Les États membres ont toutefois la faculté de soumettre ces opérations à des restrictions ou de maintenir les restrictions existantes à la date de l'entrée en vigueur de la directive « si ces mouvements sont de nature à faire obstacle à la réalisation des objectifs de leur politique économique ». La France, l'Italie et les Pays-Bas peuvent toujours se prévaloir de cette faculté, tandis que les autres États membres, qui ont déjà intégralement libéré ces mouvements de capitaux au moment de l'entrée en vigueur de la directive, ne peuvent révoquer cette libération qu'en application des clauses de sauvegarde rigoureuses visées au paragraphe 1.
- 3<sup>o</sup> Il n'y a *pas d'engagement particulier de libération* pour les mouvements de capitaux à court terme et la constitution de dépôts à l'étranger. En République fédérale, ainsi qu'en Belgique et au Luxembourg, il n'y a déjà plus de restrictions notables à cet égard.

13. Dès 1964, la Commission a soumis au Conseil une troisième directive relative aux mouvements de capitaux. Cette directive, qui a été modifiée par le Conseil en 1967, prévoit :

- la suppression de toutes les dispositions législatives, réglementaires et administratives ayant un effet discriminatoire quant à l'admission d'émetteurs d'autres États membres sur les marchés nationaux de capi-

taux, l'introduction en bourse de valeurs mobilières de résidents d'autres États membres et l'achat de ces valeurs par les institutions financières ;

- en outre, l'obligation, pour les États membres qui maintiennent des restrictions de change pour certaines transactions, de procéder à une libération jusqu'à concurrence de 1,5 % par an de la formation brute nationale de capital. Il s'agit surtout, en l'occurrence, de l'émission et du placement de valeurs mobilières de non-résidents et, dans certaines limites, de l'octroi de crédits à moyen et à long terme.

14. Un rapport qui a été présenté en novembre 1966 par un groupe d'experts constitué par la Commission (le rapport Segré)<sup>(1)</sup> montre combien il est difficile d'accentuer l'interpénétration des marchés de capitaux des différents États membres.

Selon ce rapport, si la constitution d'un marché européen des capitaux doit résulter d'une évolution spontanée, il faudra aussi que les autorités et les institutions financières fassent un effort conscient en ce sens. Les principaux problèmes qui se posent à cet égard sont les suivants :

- l'imposition des placements internes et des placements à destination ou en provenance des autres pays membres, ainsi que les différences de traitement fiscal des divers types de placements et des institutions financières choisies par les épargnants ;
- le régime particulier de certaines institutions, qui aboutit à l'utilisation des courants de capitaux à des fins purement nationales ;
- les dispositions qui restreignent les possibilités de placement de certains groupes d'investisseurs, tant sur le marché intérieur que sur les marchés des autres États membres ;
- les réglementations des changes qui subsistent dans le domaine des mouvements de capitaux.

Le groupe d'experts estime en outre que la stabilité monétaire et une gestion équilibrée des finances publiques constituent les conditions essentielles d'un marché intégré des capitaux.

15. Pour ce qui est de l'évolution « spontanée » du marché européen des capitaux, il s'est heureusement développé au cours des dernières années un réseau de transactions qui constitue une amorce prometteuse de la création d'un marché européen des capitaux. Il s'agit de ce que l'on appelle le marché des euro-émissions, qui résulte d'une étroite coopération entre les établissements d'émission internationaux.

16. Le marché des euro-émissions doit son importance non pas exclusivement, certes, mais en tout cas pour une bonne part, au fait qu'il n'existe pas, jusqu'à présent, de véritable marché européen des capitaux. L'expansion extraordinairement rapide de ce marché international des capitaux démontre que dès à présent, les conditions d'établissement d'un marché européen unique des capitaux sont très favorables. Si elles ne peuvent être exploitées, c'est en raison des multiples entraves législatives, fiscales et administratives aux mouvements de capitaux entre les États membres.

17. La commission économique appuie la thèse du rapport Segré, selon laquelle les gouvernements et les institutions financières devraient s'employer résolument à harmoniser les marchés européens des capitaux, de façon à pouvoir bénéficier des possibilités qu'offre l'existence d'un marché unique des capitaux, possibilités qui se dessinent dès à présent ; elle est en outre convaincue que les États membres ne pourront mettre pleinement à profit les avantages de l'union douanière que s'ils intensifient aussi leur coopération dans le domaine monétaire. Mais cela suppose que les gouvernements soient disposés à harmoniser progressivement leurs politiques monétaires et leurs politiques du crédit ainsi que leurs politiques budgétaires et fiscales et les subordonnent à des décisions arrêtées d'un commun accord. On créerait d'ailleurs ainsi, en outre, les conditions de la mise sur pied d'une union monétaire.

#### IV — La formation de capital est-elle suffisante dans la C.E.E.

18. L'épargne nationale brute de la Communauté<sup>(2)</sup> s'est élevée en moyenne, au cours des années 1962 à 1966, à 67 milliards de dollars, contre 122 milliards de dollars pour les États-Unis et 17 milliards de dollars pour la Grande-Bretagne.

Si l'on établit un rapport entre l'épargne nationale et le produit national brut de ces pays, on obtient les taux d'épargne collective suivants :

C.E.E.	25 %
États-Unis	19 %
Grande-Bretagne	19 %

19. Au cours des années 1962 à 1966, la formation relative de capital dans la Communauté a donc été, en moyenne, d'environ un tiers plus élevée qu'aux États-Unis et en Grande-Bretagne. La part de l'épargne privée dans l'ensemble de l'épargne de la Communauté peut également être considérée comme satisfaisante : elle s'est élevée, durant la même période, à environ 30 à 35 % contre environ 20 % seulement aux États-Unis et en Grande-Bretagne.

<sup>(1)</sup> Le développement d'un marché européen des capitaux, rapport d'un groupe d'experts constitué par la Commission de la C.E.E., Bruxelles 1966.

<sup>(2)</sup> Il s'agit de l'épargne brute des budgets publics et privés ainsi que de celle des entreprises.



Tableau 1

**Épargne en pourcentage de la formation brute de capital et du produit national brut**  
(moyenne 1962 à 1966)

	Allemagne		France		Italie		Pays-Bas		Belgique		Luxembourg <sup>(1)</sup>		Royaume-Uni		États-Unis	
	en % de la FBC	en % du PNB	en % de la FBC	en % du PNB	en % de la FBC	en % du PNB	en % de la FBC	en % du PNB	en % de la FBC	en % du PNB	en % de la FBC	en % du PNB	en % de la FBC	en % du PNB	en % de la FBC	en % du PNB
1. Secteur administrations publiques																
Formation brute de capi- tal fixe	16,37	4,38	12,86	2,83	12,78	2,81	17,90	4,71	12,91	2,77	15,3	5,0	21,34	4,06	15,21	2,69
Épargne brute	26,21	7,01	18,58	4,09	10,96	2,41	16,55	4,35	5,41	1,16	20,5	6,6	14,58	2,78	17,34	3,05
Capacité (+) ou besoin (—) de financement du secteur avant transfert en capital	+ 9,84	+ 2,63	+ 5,72	+ 1,26	— 1,82	— 0,40	— 1,35	— 0,36	— 7,50	— 1,61	+ 5,2	+ 1,6	— 6,76	— 1,28	+ 2,13	+ 0,36
2. Secteur sociétés et ména- ges																
Formation brute de capi- tal	83,63	22,36	87,14	19,19	87,22	19,16	82,10	21,59	87,09	18,70	84,7	27,4	78,66	14,98	84,79	14,93
(dont logement)	(21,16)	(5,66)	(26,76)	(5,89)	(31,30)	(6,88)	(17,45)	(4,59)	(24,62)	(5,29)	(.)	(.)	(18,14)	(3,42)	(22,86)	(4,02)
Épargne br. des sociétés	41,02	10,97	49,30	10,86	44,78	9,84	49,66	13,06	52,25	11,22	44,8	14,5	56,98	10,85	67,92	11,85
Épargne br. d. ménages	32,30	8,64	28,84	6,35	52,35	11,50	35,57	9,35	42,64	9,15	29,5	9,5	27,30	5,20	21,82	3,84
Capacité (+) ou besoin (—) de financement du secteur	— 10,31	— 2,75	— 9,00	— 1,98	+ 9,91	+ 2,18	+ 3,13	+ 0,82	+ 7,80	+ 1,67	— 10,4	— 3,4	+ 5,62	+ 1,07	+ 4,35	+ 0,76
3. Épargne nationale brute	99,53	26,62	86,72	21,30	108,9	23,75	101,78	26,76	100,30	21,53	94,8	30,6	98,86	18,83	106,48	18,74
Capacité (+) ou besoin (—) de financement de l'ensemble de l'écono- mie	— 0,47	— 0,12	— 3,28	— 0,72	+ 8,9	+ 1,78	+ 1,78	+ 0,46	+ 0,30	+ 0,06	— 5,2	— 1,8	— 1,14	— 0,21	+ 6,48	+ 1,12

Source : Office statistique des Communautés européennes, comptes nationaux 1957-1966 - Édition 1968; pour le Royaume-Uni : National Income and Expenditure 1967 ; pour les États-Unis: O.C.D.E., comptes nationaux 1956-1966.

(<sup>1</sup>) Moyenne 1962 à 1964.

20. Il s'agit donc moins d'accroître encore la formation de capital dans les pays de la Communauté que d'augmenter la rentabilité et l'efficacité des capitaux placés. Mais cela suppose une amélioration de la mobilité de l'offre de capitaux dans toute la Communauté, c'est-à-dire l'élimination progressive de tous les facteurs qui contribuent actuellement au cloisonnement des marchés nationaux de capitaux et s'opposent à une circulation économiquement judicieuse des capitaux entre les pays de la Communauté.

## V — État actuel des liaisons entre marchés des capitaux

21. Bien que les statistiques officielles ne donnent qu'une idée incomplète du volume réel des mouvements de capitaux, on peut conclure de l'analyse des statistiques disponibles que l'importance des mouvements de capitaux intracommunautaires est considérablement moindre que celle des mouvements de capitaux entre les États membres et les pays tiers ou les organisations internationales.

22. Les comptabilités nationales et les balances des paiements de ces pays permettent de définir l'ordre de grandeur des mouvements de capitaux à long terme entre les pays de la Communauté <sup>(1)</sup>. C'est ainsi qu'on relève pour la période de 1960 à 1968 un solde de capitaux importés d'environ 800 millions de dollars pour l'Allemagne et de 455 millions de dollars pour la France, tandis que les pays du Benelux (le solde s'établit, pour les Pays-Bas à eux seuls, à 430 millions de dollars) ont exporté plus de capitaux à long terme dans d'autres pays de la Communauté qu'ils n'en ont importés de ces pays. Étant donné qu'on ne dispose de statistiques suffisantes que pour trois pays de la Communauté (Allemagne, France, Pays-Bas), il n'est pas possible de déterminer le volume des mouvements de capitaux intracommunautaires.

23. Si l'on considère l'ensemble des mouvements de capitaux à long terme avec l'étranger (les autres pays de la C.E.E. et les pays tiers), on constate que pour la même période le montant net des importations de capitaux des pays de la Communauté s'est élevé à moins de 7 milliards de dollars.

Il résulte de ce solde général et des statistiques dont on dispose au sujet des mouvements de capitaux qui s'opèrent à l'intérieur de la Communauté, que les mouvements de capitaux entre pays de la C.E.E. ont joué un rôle beaucoup moins important que les transactions en capital réalisées avec les pays tiers.

<sup>(1)</sup> Les transactions revêtent surtout la forme d'investissements directs, d'investissements de portefeuille, de crédits à au moins douze mois ainsi que d'investissements immobiliers.

Il apparaît surtout que les investissements directs et les investissements de portefeuille ont représenté, dans tous les pays de la Communauté, l'essentiel des transactions en capital, tandis que les prêts n'ont joué qu'un rôle insignifiant, alors que les mouvements de capitaux de ce dernier type sont précisément très intéressants du point de vue de l'intégration.

## VI. — Le marché des euro-émissions, catalyseur de l'intégration des marchés des capitaux

24. Le marché des emprunts obligataires étrangers a évolué dans un sens plus favorable du point de vue de l'intégration des marchés des capitaux que les mouvements de capitaux privés dont il a été question au paragraphe précédent. Il en est allé ainsi moins pour les emprunts obligataires étrangers traditionnels <sup>(2)</sup> que pour ce que l'on appelle les euro-émissions <sup>(3)</sup> qui, au cours des dernières années, ont atteint un volume étonnant.

25. Les émissions d'emprunts obligataires étrangers traditionnels ont atteint, pour la période allant de 1961 à 1968, un volume d'environ 1,8 milliard de dollars. Cependant, si l'on compare ce volume à celui des émissions internes de rentes à moyen et à long terme effectuées dans le même temps dans les pays de la C.E.E., on constate que ce marché d'émissions étrangères traditionnelles est encore très peu développé dans la C.E.E. où il n'intervient que pour quelque 3 %. Cela est dû pour l'essentiel à ce que les émissions d'emprunts étrangers sont encore soumises, dans la plupart des pays membres — de même que les mouvements de capitaux dont il a été question au chapitre précédent —, à de sérieuses restrictions légales et administratives ainsi qu'à un contrôle des changes.

Du reste, le volume des émissions d'emprunts de ce type n'a guère évolué depuis 1963 (abstraction faite des emprunts obligataires étrangers libellés en DM), ainsi qu'en témoigne le tableau suivant.

26. En revanche, les euro-émissions se sont développées considérablement, notamment au cours de l'année 1968. Ces emprunts, qui sont émis soit sous la forme d'obligations traditionnelles, soit sous celle d'obligations convertibles, sont le plus souvent libellés en dollars américains ou en DM ; il en a été émis aussi, mais dans une moindre mesure, en unités de compte européennes (u.c.e.) ainsi que sous forme d'obligations assorties d'options de change particulières. Ces obligations sont diffusées par des syndicats

<sup>(2)</sup> Emprunts émis par des non-résidents sur un marché national, dans la monnaie de ce marché.

<sup>(3)</sup> Emprunts placés principalement sur des marchés autres que celui de la monnaie de référence. Ils sont diffusés par des syndicats bancaires d'émission.

Tableau 2

## Émissions étrangères en monnaie locale du marché d'émission

(en millions de dollars)

	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968 <sup>(1)</sup>
Allemagne	6,6	25,0	40,0	132,5	247,5	96,3 <sup>(2)</sup>	156,3 <sup>(2)</sup>	231,2
France	—	—	—	30,4	25,3	40,5	40,5	—
Italie	24,0	48,0	24,0	—	24,0	120,0	24,0	72,0
Pays-Bas	148,4	63,4	—	15,2	29,0	—	13,8	30,4
Belgique	—	—	—	—	10,0	10,0	21,0	30,0
Luxembourg	—	6,0	—	—	0,6	—	—	—
C.E.E.	179,0	142,4	64,0	178,1	336,4	266,8	255,6	363,6
Grande-Bretagne	154,6	111,4	165,5	196,7	45,9	126,0	102,2	79,2
Suisse	230,4	161,2	142,0	83,1	77,5	94,1	136,5	290,2
Suède	—	2,0	29,0	2,9	—	—	19,3	9,6
Autriche	—	5,0	—	—	—	—	—	6,0
Europe	564,0	422,0	400,6	460,8	459,8	486,9	513,6	748,6
États-Unis d'Amérique	202,8	511,0	287,8	268,0	290,0	417,0	1 259,1	1 085,0
Canada	—	—	—	—	23,1	18,4	18,4	13,8
Koweït	—	—	—	—	—	—	—	42,0
Total	766,8	933,0	688,4	728,8	772,9	922,3	1 791,1	1 889,4

<sup>(1)</sup> Chiffres provisoires.<sup>(2)</sup> A l'exclusion des obligations convertibles en DM émises par deux sociétés étrangères en échange d'actions de deux sociétés allemandes.

Source : Commission des Communautés européennes, direction générale des affaires économiques et financières.

d'émission dont font partie, outre des banques des différents États membres, des banques de grandes places financières de pays tiers. Le caractère international des syndicats de placement et du public qu'ils touchent est un critère fondamental du marché des euro-émissions.

27. Les avantages que le marché des euro-émissions présente pour les participants au marché sont notamment les suivants :

- les possibilités de financement supplémentaires qu'il ouvre aux emprunteurs, à des cours qui sont en général plus avantageux que ceux des marchés nationaux ;
- la diffusion d'obligations convertibles qui ont la faveur du public ;
- le fait que les intérêts ne sont soumis à aucune imposition à la source ;
- l'application de clauses réduisant les risques de change pour l'investisseur.

Il en est résulté que le marché des euro-émissions s'est développé considérablement depuis 1963. A cette expansion du marché ont contribué dans une large mesure les filiales et les sociétés d'investissement américaines ayant

leur siège en Europe, qui, surtout après l'instauration, en 1963, de la taxe américaine d'égalisation des intérêts "interest equalization tax", ont eu recours dans une mesure croissante au marché des euro-émissions.

Après l'annonce de la mise en œuvre du programme américain de rétablissement de la balance des paiements, les sociétés américaines ont encore considérablement accru leur activité sur le marché des euro-émissions. Ces sociétés s'étaient manifestées pour la première fois sur le marché des euro-émissions en 1965 et le montant des emprunts contractés alors s'était élevé à environ 330 millions de dollars. En 1968, le montant des euro-émissions américaines a atteint les 2 milliards de dollars, soit plus de la moitié du total des euro-émissions.

28. Cependant, le montant des euro-émissions libellées en DM s'est considérablement accru ces derniers temps. Récemment, des sociétés américaines se sont mises à lancer, elles aussi, au lieu d'emprunts en dollars, des emprunts en marks, et ces opérations s'expliquent sans doute en partie par la possibilité d'émettre ces emprunts à des taux d'intérêt relativement réduits et par les spéculations auxquelles donne lieu l'éventualité d'une réévaluation du mark.

29. Si l'on considère l'évolution des euro-émissions du point de vue de l'intégration des marchés des capitaux, on peut dire que l'émission d'emprunts internationaux dans une monnaie autre que celle du marché d'émission contribue considérablement à amener les épargnants à considérer les placements en monnaie étrangère comme chose normale. Il y a là, à n'en pas douter, un facteur favorable du point de vue de l'intégration. Cependant, les récents événements monétaires et les mouvements spéculatifs de fonds et de capitaux qui se sont produits dans la Communauté ont mis en lumière les effets du marché des euro-émissions qui s'exercent dans un sens opposé à l'intégration. Il est manifeste que le caractère anonyme de ce marché, associé à l'absence de contrôle de l'État, incite les bailleurs de fonds à effectuer des transactions spéculatives qui compromettent l'intégration du marché des capitaux de la C.E.E.

En conséquence, votre commission estime que la Communauté devrait intervenir plus activement qu'elle ne l'a fait jusqu'ici sur le marché des euro-émissions. C'est ainsi qu'elle pourrait donner une nouvelle impulsion à l'intégration des marchés des capitaux de la C.E.E. en lançant sur le marché européen des émissions, des emprunts d'un type nouveau, de nature à éveiller l'intérêt du public, libellés en unités de compte. Une unité de compte de la C.E.E. ayant déjà été créée pour le marché commun agricole, il ne serait que logique de l'introduire aussi sur les marchés nationaux de capitaux. La Commission devrait donc mettre au point le plus tôt possible des propositions appropriées quant à la façon dont on pourrait éveiller l'intérêt pour des emprunts de ce type d'un large public à la recherche de placements et les placer par l'intermédiaire de la Banque européenne d'investissement et de groupes bancaires privés.

Tableau 3

**Emprunts internationaux émis sur le marché européen des capitaux, classés selon la monnaie dans laquelle ils sont libellés**

(en millions de dollars US)

Monnaie	1964	1965	1966	1967	1968	1 <sup>er</sup> trimestre de 1969
Dollars américains	455,5	550,5	867,5	1 589,3	2 278,4	595,0
Marks	223,8	315,0	148,1 <sup>(1)</sup>	171,3	931,3	412,5
Francs suisses	92,7	86,0	100,3	143,5	290,2	93,2
Livre sterling	119,6	36,8	126,0	102,2	79,2	—
Livre sterling / Marks	14,0	64,4	19,6	20,2	28,2	—
Lires italiennes	.	24,0	67,2	24,0	72,0	24,0
Francs français	.	25,0	40,0	52,0	20,0	—
Florins	.	57,5	—	—	30,4	—
Francs belges	.	10,0	10,0	21,0	30,0	—
Couronnes suédoises	.	—	—	19,3	9,6	—
Unités de compte	10,0	—	74,1	19,0	57,0	—
Autres monnaies	45,4	0,6	—	—	6,6	(32,0)
Total	961,0	1 169,8	1 452,8	2 161,8	3 832,9	1 156,7

<sup>(1)</sup> Non compris la transaction Texaco-DEA (179,6 millions de dollars), qui a consisté uniquement dans un échange d'actions de la DEA (Deutsche Erdöl A.G.) et d'obligations convertibles de la „Deutsche Texaco Ltd”.

Sources : Deutsche Bundesbank, Emissionsstatistik der Deutschen Bank AG., Fédération Bancaire de la Communauté économique européenne. Extrait de „Die D-Mark als internationale Anleihewährung”, par W. Guth.

Tableau 4

## Émetteurs d'emprunts internationaux en Europe

(Émissions en millions de dollars-US)

	Emprunteurs publics <sup>(1)</sup>	Organisations internationales	Entreprises industrielles ou commerciales		Total
			Sociétés américaines	Autres entreprises	
Total des émissions					
1966	253,6	217,2	630,9 <sup>(2)</sup>	530,8	1 632,5 <sup>(2)</sup>
1967	360,1	269,8	590,0	941,7	2 161,6
1968	557,0	410,2	2 047,8	817,9	3 832,9
1 <sup>er</sup> trimestre de 1969	218,6	67,6	459,4	411,1	1 156,7
Émissions en DM					
1966	—	—	237,7 <sup>(2)</sup>	90,0	327,7 <sup>(2)</sup>
1967	60,0	15,0	40,0	56,3	171,3
1968	370,0	180,0	131,3	250,1	931,3
1 <sup>er</sup> trimestre de 1969	205,0	30,0	—	177,5	412,5
Émissions en dollars (straight)					
1966	98,0	81,0	201,0	290,5	670,5
1967	181,5	135,0	275,0	770,8	1 362,3
1968	47,0	25,0	300,0	215,9	587,9
1 <sup>er</sup> trimestre de 1969	15,0	—	105,0	40,0	160,0
Émissions convertibles en dollars					
1966	—	—	182,0	15,0	197,0
1967	—	—	227,0	—	227,0
1968	—	—	1 445,5	245,0	1 690,5
1 <sup>er</sup> trimestre de 1969	—	—	285,0	150,0	435,0

<sup>(1)</sup> Ne sont compris dans cette rubrique que les gouvernements et les autres collectivités territoriales. Les entreprises de droit public sont comptées parmi les entreprises industrielles ou commerciales.

<sup>(2)</sup> Y compris les obligations convertibles de Texaco Allemagne Ltd., émises pour un montant de 179,6 millions de dollars en échange d'actions de la Deutsche Erdöl AG.

Source : Fédération bancaire de la Communauté économique européenne; Emissionsstatistik der Deutschen Bank AG. Extrait de: „Die D-Mark als internationale Anleihewährung”, par W. Guth.

## VII — Les principaux facteurs déterminants du cloisonnement actuel des marchés nationaux de capitaux dans la Communauté

30. Les causes multiples du cloisonnement actuel des marchés nationaux de capitaux ont été traitées de manière exhaustive dans le rapport Segré et dans une étude de l'O.C.D.E. sur le marché des capitaux <sup>(1)</sup>. On pourra donc se contenter d'en examiner ici les principales.

### Les discriminations fiscales

31. Les disparités entre les systèmes fiscaux des pays de la Communauté rendent toujours diffi-

cile la création de conditions analogues à celles d'un marché intérieur pour les mouvements de capitaux. Votre commission accueille avec satisfaction et appuie les propositions de la commission Segré tendant notamment à ce que soient prises les mesures suivantes :

- harmonisation des régimes d'imposition des revenus de capitaux mobiliers payés à l'intérieur de la Communauté ;
- harmonisation des modalités d'imposition et de contrôle des revenus de capitaux mobiliers ;
- élimination de la double imposition internationale des revenus de placements mobiliers ;

<sup>(1)</sup> "Capital Markets Study" par le "Committee for invisible Transactions", O.C.D.E., Paris, 1967.

- harmonisation, dans le sens de sa suppression, de la double imposition frappant le rassemblement et la circulation des capitaux ;
- les crédits d'impôt accordés par un État membre pour certains placements devraient être portés en compte pour les déclarations de revenus dans d'autres États membres.

Toutes ces mesures visent à assurer un maximum de « transparence fiscale » en matière de circulation intracommunautaire des capitaux. Une convention multilatérale sur la double imposition dans la Communauté pourrait constituer à cet égard une contribution importante.

32. Votre commission partage du reste l'avis des experts, selon lequel il importe avant tout, au stade actuel de l'intégration, d'éliminer les différences d'imposition entre les États membres ; à un stade plus avancé, il faudra songer à créer dans les différents États membres des incitations fiscales équivalant au développement relatif des divers types de placements et des divers modes de financement.

En ce qui concerne ces dernières mesures, il faudrait tendre avant tout à établir un système fiscal unique favorisant les placements à long terme au détriment de l'épargne liquide. En particulier, votre commission estime indispensable l'établissement, dans tous les pays de la Communauté, d'un régime fiscal plus favorable aux placements à risques, afin de répondre au besoin qu'a l'économie d'un apport accru de capitaux à risques. En particulier, votre commission estime qu'il importe de mettre fin à l'inégalité de traitement fiscal qui désavantage les placements en actions par rapport aux opérations de financement, afin de répondre au besoin qu'a la Communauté d'un apport accru de capitaux à risques. L'évolution technologique précipitée contraint l'économie à une adaptation permanente des structures de l'entreprise. Cette nécessité d'une adaptation souple au progrès technique ouvre certes aux entreprises de nouvelles possibilités de s'imposer sur le marché, mais, d'autre part, elle implique un accroissement des risques. Cette aggravation des risques appelle une augmentation du patrimoine à risques, d'où la nécessité de mettre fin à l'inégalité de traitement fiscal qui affecte les placements en actions. Cette mesure accroîtrait d'ailleurs la stabilité des bourses européennes et, partant, leur force d'attraction sur les épargnants.

#### *Le risque de change*

33. Le risque de change constitue toujours, lui aussi, un obstacle aux mouvements de capitaux à l'intérieur de la Communauté. Ce risque qu'implique tout mouvement de capital d'un pays à l'autre de la Communauté et auquel sont exposés soit l'investisseur, soit le demandeur de capitaux,

soit encore l'un et l'autre, résulte, d'une part, de la possibilité de modifications de la parité des différentes monnaies de la C.E.E. et, d'autre part, des fluctuations journalières des cours de change autour de la parité officielle.

34. En ce qui concerne tout d'abord les fluctuations journalières des cours de change des monnaies des États membres, la commission estime souhaitable que ces fluctuations, théoriquement possibles jusqu'à un maximum de 3 %, soient éliminées à bref délai, et cela pour plusieurs raisons :

- Même si, pour la raison indiquée ci-dessus, les fluctuations des cours de change ne peuvent atteindre qu'un faible pourcentage, les opérations financières des investisseurs et des demandeurs de capitaux n'en risquent pas moins de se solder par des pertes.

On sait que, conformément à l'accord monétaire européen, les conventions monétaires prévoient que les monnaies de la C.E.E. peuvent varier par rapport au dollar des États-Unis de 0,75 % en plus ou en moins de la parité or. Il en résulte ce qu'il est convenu d'appeler les « cross-rates », c'est-à-dire que les fluctuations des cours des monnaies de la C.E.E. autour de la parité or peuvent atteindre 1,5 %. Si, par exemple, le mark allemand est coté au cours-plafond d'intervention (soit 3,97 DM/dollar) et le franc français au cours-plancher d'intervention (soit 4,974 FF/dollar), il en résulte un « cross-rate » de 1,2343 pour 100 DM, soit 1,5 % de plus que la parité de 1,2343 pour 100 DM. Dans ce cas, le franc français est donc coté à un taux inférieur. Inversement, il peut très bien se faire, à un autre moment, que la différence de cours entre le franc français et le mark allemand atteigne 1,5 % de la parité or, en faveur, cette fois, du franc français.

La recette d'un exportateur peut donc s'élever jusqu'à 1,5 % au-dessus de la parité ou tomber jusqu'à 1,5 % au-dessous de la parité. L'écart peut donc atteindre 3 % entre deux moments différents. Dans ces limites, des fluctuations de la recette sont, dans le cas extrême, possibles dès aujourd'hui dans les échanges entre deux pays dont la monnaie n'est pas le dollar, sans qu'il y ait abandon du système des taux de change fixes.

- L'élimination des fluctuations des cours de change serait une première mesure concrète dans le sens de la réalisation d'une union monétaire, car elle impliquerait une coordination poussée des interventions des États membres sur les marchés des devises ainsi que dans le domaine de la politique monétaire.

L'élimination des fluctuations des cours de change contribuerait également à faciliter, sur le plan administratif, le service des paiements entre États membres, ce qui aurait notamment pour effet de réduire dans une mesure considérable le coût social (dépenses administratives) du service des paiements.

35. Ce qui joue surtout, pour les transactions en capitaux proprement dites, c'est-à-dire pour les opérations financières à long terme, ce sont les risques de modification des parités officielles. Bien que les États membres soient tenus, en vertu de l'article 107 du traité de Rome, de traiter leur politique en matière de taux de change comme un problème d'intérêt commun, la décision reste avant tout, en cette matière, du ressort des États membres.

36. Tant que cette autonomie des États membres subsistera en matière de cours de change, les effets du risque de change allant à l'encontre de l'intégration des mouvements de capitaux à l'intérieur de la Communauté ne pourront pas être complètement éliminés, même pas par le recours aux emprunts assortis d'une option de change. Comme le montrent les récents événements monétaires, les États membres ne peuvent renoncer aux instruments d'une politique autonome en matière de cours de change lorsque se manifestent de fortes différences de stabilité entre les diverses monnaies, différences qui sont fonction des politiques budgétaires, financières et économiques suivies par les pays de la Communauté. Aussi votre commission estime-t-elle que les cours de change entre les pays de la Communauté ne pourront être définitivement fixés que lorsque les politiques économiques nationales auront été suffisamment harmonisées. A ce moment, rien ne s'opposera plus à la création d'une « quasi-union monétaire » qui ne différerait plus guère d'une véritable union monétaire que par le fait qu'elle ne disposerait pas encore d'une monnaie commune, ni d'une banque d'émission commune. L'adoption par la communauté des États membres de décisions communes en matière de politique monétaire impliquerait d'ailleurs l'existence de cette « quasi-union monétaire ».

37. En général, le débiteur est en mesure de supporter le risque de change plus facilement que le créancier. Il importe donc surtout de limiter autant que possible le risque de change auquel est exposé le créancier. L'exemple classique consiste dans l'émission d'emprunts étrangers traditionnels libellés dans la monnaie du marché d'émission. Dans certains cas, les débiteurs vont jusqu'à laisser au créancier le choix entre diverses monnaies (option de change), ce qui implique des possibilités de bénéfices dus aux modifications des conditions de change <sup>(1)</sup>. Il y a en outre,

sur le marché européen des capitaux, des emprunts libellés en unités de compte (u.c.). La valeur de cette unité de compte ne change qu'en cas de modification de la parité des monnaies de tous les pays membres <sup>(2)</sup>. Dans ce cas, le risque de change est réparti entre débiteur et créancier. En cas de réévaluation unilatérale de sa propre monnaie, le créancier subit une perte de change, mais en cas de dévaluation unilatérale de sa propre monnaie, il réalise un gain de change. Le créancier se trouve également protégé contre une dévaluation unilatérale d'autres monnaies de référence.

Lorsque des emprunts sont émis dans une monnaie autre que celle du pays d'émission, le créancier encourt le risque d'une dévaluation de cette monnaie. Par contre, l'emprunteur supporte le risque de réévaluation, à moins qu'il ne s'agisse de sa propre monnaie. Étant donné que dans ce cas, le risque de change peut être particulièrement grand pour les créanciers, les investisseurs potentiels ne réservent en général bon accueil aux emprunts internationaux de ce type que s'ils sont libellés en monnaies qui sont appréciées et demandées sur le marché international. Le dollar américain et, depuis quelque temps, le DM ont acquis sur ce marché d'émission une position privilégiée.

38. Votre commission voit dans ces formules, auxquelles on a recours actuellement pour limiter les risques de change auxquels le créancier est exposé, un moyen propre à accroître la mobilité internationale des capitaux, mais elle souligne qu'en fait il ne s'agit là que de palliatifs, le véritable moyen d'accroître la mobilité des capitaux consistant dans la réalisation d'une union monétaire.

#### *Les obstacles tenant à la réglementation des changes*

39. Il n'est pas facile de donner une vue d'ensemble des multiples réglementations en matière de change qui entravent les mouvements de capitaux à l'intérieur de la Communauté.

L'aperçu, annexé au rapport Segré, des régimes de contrôle des changes applicables aux principales catégories de mouvements de capitaux entre les États membres révèle que les différences considérables existant dans ce domaine entre les différents États membres ne datent pas de la mise en œuvre des sévères mesures de contrôle des changes arrêtées par le gouvernement français en novembre 1968. D'une façon générale, on peut dire que la libération des mou-

<sup>(1)</sup> Ont notamment pris de l'importance sur le marché européen des capitaux des emprunts en livres sterling/marks. Ces emprunts sont en règle générale libellés en livres sterling. Le souscripteur peut dans ce cas exiger que le remboursement et le paiement des intérêts soient effectués en marks.

<sup>(2)</sup> Une autre condition de la modification de valeur de l'unité de compte est qu'au moins les deux tiers des monnaies de référence soient ou bien réévaluées, ou bien dévaluées, c'est-à-dire que les deux tiers d'entre elles soient modifiées dans le même sens. Ce n'est qu'à cette condition que l'unité de compte est modifiée proportionnellement à la modification de la référence qui a le moins changé par rapport à sa parité officielle antérieure.

vements de devises et de capitaux est pratiquement tout à fait réalisée en république fédérale d'Allemagne, en Belgique et au Luxembourg, alors qu'en France, en Italie et aux Pays-Bas elle est encore soumise, à certains égards, à des restrictions considérables.

40. Votre commission regrette que l'on ne soit pas encore parvenu jusqu'ici à accomplir des progrès en ce sens. Au contraire, il est à craindre que l'application, à la suite de mouvements spéculatifs de fonds et de capitaux, de nouvelles mesures de contrôle des changes dans la Communauté ait sérieusement compromis l'effort de libération des mouvements de devises et de capitaux dans la Communauté. La récente crise monétaire a montré clairement à quel point tout nouveau progrès dans ce domaine est tributaire de la volonté des gouvernements de tous les États membres d'assurer la stabilité de leur politique économique en la subordonnant à des principes uniformes s'imposant à tous. Une politique d'intégration visant principalement à harmoniser les mécanismes de financement de la Communauté ne suffira pas à assurer l'établissement et le fonctionnement d'un marché européen des capitaux.

Le risque d'un retour au contrôle des changes persistera tant qu'il ne sera pas possible de définir des principes uniformes et des dispositions-cadre s'imposant à tous les États membres en matière de dépenses publiques, de politique fiscale et aussi de politique de crédit des banques d'émission. Il importe tout autant que les mesures de promotion de certaines industries ou régions soient conçues selon des principes uniformes arrêtés d'un commun accord. Ce qui s'est passé ces derniers mois témoigne précisément de la nécessité de la mise en œuvre de ces instruments si l'on veut créer les conditions d'une croissance équilibrée de l'économie et de la mise en œuvre, dans chacun des États membres, d'une politique économique visant à assurer la stabilité monétaire.

#### *Les différentes réglementations nationales en matière de crédit*

41. D'autres obstacles aux mouvements de capitaux à l'intérieur de la Communauté résultent principalement des disparités entre les prescriptions légales et les procédures administratives applicables dans les différents pays au régime de fonctionnement et au contrôle des institutions financières. Cela signifie que même après la suppression de toutes les mesures de contrôle et de réglementation des changes et de toutes les discriminations fiscales qui subsistent dans la Communauté, les conditions de concurrence entre institutions similaires resteront différentes, selon que ces institutions ont leur siège dans tel ou tel pays. Le rapport Segré de la Commission traite de façon détaillée des diverses dispositions

réglissant actuellement, dans les différents pays, le fonctionnement des banques, des institutions spécialisées de crédit, des caisses d'épargne et des compagnies d'assurance-vie, si bien qu'il n'y a pas lieu d'en faire une énumération détaillée dans le présent rapport. Il s'agit notamment de prescriptions sur les modalités de gestion des banques destinées à garantir la sécurité et la liquidité des dépôts, sur l'émission d'emprunts, sur la protection et l'encouragement de certaines formes d'épargne et sur l'obligation de publicité. On justifie généralement ces mesures en invoquant la nécessité de protéger l'épargne ; il n'empêche qu'outre le fait qu'elles sont mises en œuvre des façons les plus diverses dans les différents États membres, elles ont pour effet, en pratique, d'assurer à certaines institutions nationales une position privilégiée ou de canaliser à des fins nationales les flux de capitaux. En outre, les banques d'émission nationales agissent sur les conditions d'octroi des crédits bancaires, ce qui peut susciter des distorsions de concurrence entre les banques de la Communauté.

Votre commission se rallie à la conception du groupe d'experts de la C.E.E., selon laquelle une harmonisation systématique de ces dispositions est souhaitable, même si la forte tendance des institutions financières à élargir la gamme de leurs activités (tendance qui se manifeste dans tous les pays de la C.E.E.) doit de toute façon aboutir à une certaine harmonisation des dispositions relatives au fonctionnement et au contrôle de ces institutions.

#### *Restrictions à la liberté d'établissement des banques et à la liberté de prestation des services*

42. Les articles 52 et 59 du traité de la C.E.E. prévoient la suppression progressive des restrictions à la liberté d'établissement et de prestation des services des ressortissants d'un État membre sur le territoire d'un autre État membre. La coordination des dispositions législatives nationales en matière d'accès aux activités bancaires et d'exercice de ces activités devrait être réalisée pendant la période de transition, moyennant une décision unanime du Conseil de ministres (article 57). La libération des services des banques doit être réalisée en harmonie avec la libération progressive de la circulation des capitaux (article 61).

43. Votre commission regrette que les implantations de banques à l'intérieur de la Communauté se heurtent toujours à des difficultés, alors que dès l'entrée en vigueur du traité de Rome, il avait été établi un « programme général » prévoyant, pour toutes les catégories professionnelles, un calendrier de libéralisation du droit d'établissement et de prestation des services. Pour ce qui est des institutions de crédit, toutes les dispositions impliquant une discrimination à l'égard



de ressortissants d'autres États membres devaient être supprimées au plus tard le 31 décembre 1963.

44. Sans doute ce calendrier témoignait-il d'un excès d'optimisme pour ce qui est des multiples prescriptions légales et administratives régissant l'accès aux activités bancaires et l'exercice de ces activités. Mais le fait qu'il s'est maintenant écoulé un délai double de celui qui avait été prévu, sans qu'on ait enregistré de progrès notables dans ce domaine, témoigne de la vigueur qu'ont encore, à l'heure actuelle, les tendances nationales à l'isolement. On peut dès lors se demander ce qu'il faut penser des possibilités réelles d'un Marché commun qui, s'il a réalisé la libre circulation des marchandises entre les États membres, ne progresse que très lentement dans le domaine de la réalisation du droit d'établissement et de prestation des services, notamment dans le secteur des professions bancaires, si important pour l'avenir de l'intégration.

45. Votre commission regrette particulièrement que la directive dont la Commission a soumis le projet au Conseil dès l'été de 1965, relative à la suppression des discriminations dont sont victimes les non-résidents en matière d'autorisation d'implantation de succursales et de filiales de banques, n'ait pas encore été arrêtée. Votre commission ne peut se rallier à l'opinion qui a été formulée dans les milieux bancaires, selon laquelle l'interpénétration des réseaux bancaires des États membres n'aurait plus qu'une importance secondaire quant à l'intégration du marché des capitaux, du fait que grâce aux opérations interbanques et à la coopération avec des correspondants étrangers, on dispose déjà actuellement, dans la Communauté, d'un réseau bancaire efficace. Le nombre croissant des correspondants de banques dans les États membres témoigne certes du souci des banques de resserrer leur coopération. Cependant, l'efficacité des marchés de capitaux de la Communauté et la compétitivité, sur le plan international, des banques communautaires se trouveraient considérablement accrues si, dépassant ces formes peu rigoureuses de coopération, on créait en outre des banques dont les dimensions seraient à la mesure du vaste nouvel espace économique que constitue la Communauté. Jusqu'à présent, les seuls réseaux bancaires d'envergure vraiment européenne relèvent de banques américaines<sup>(1)</sup>.

L'accroissement, en Europe, du nombre d'établissements bancaires de pays tiers, notamment des États-Unis d'Amérique, témoigne des possibilités que ce marché offre dès à présent.

D'ailleurs, sur le plan national également, on constate que les banques, qui couvrent elles-mêmes tout le territoire national, répondent plus efficacement aux besoins de l'économie que celles qui doivent recourir au système des correspondants.

#### *Les interventions des pouvoirs publics*

46. Les pouvoirs publics exercent dans tous les pays de la Communauté, bien que dans une mesure variable, une influence sur la structure des marchés nationaux de capitaux et sur les modalités de recours à ces marchés. Il existe dans tous les États membres des institutions de financement auxquelles l'État accorde des privilèges, des formes d'épargne privilégiées pour les emprunteurs et les émetteurs, et des différences de conditions d'accès aux marchés des capitaux, les secteurs nationalisés étant, en général, privilégiés.

47. Les multiples interventions des pouvoirs publics en vue de régulariser la demande de capitaux ont une importance particulière.

Elles revêtent les formes suivantes :

- l'intervention directe, c'est-à-dire le recours au marché des capitaux par l'État lui-même ou par les collectivités locales qui lui sont subordonnées, par l'émission d'emprunts obligataires ou autres ;
- l'intervention indirecte, qui consiste, pour l'État, à favoriser certains secteurs demandeurs de capitaux par l'octroi de crédits ou de garanties, par le subventionnement des intérêts ou par d'autres avantages fiscaux.

Si l'on considère en outre que l'État peut à tout moment s'assurer, en imposant les revenus, des ressources supplémentaires qui, sans cette intervention, pourraient, tout au moins en partie, alimenter le marché des capitaux, il devient évident que l'État joue un rôle déterminant sur les marchés nationaux de capitaux.

48. La position-clé de l'État sur le marché des capitaux s'explique historiquement, pour une bonne part, par le fait que les pays de la Communauté, après la destruction de leur potentiel économique au cours de la deuxième guerre mondiale, ont eu à faire face au même problème, à savoir la nécessité de procéder à des investissements exceptionnellement massifs, aggravée par une épargne insuffisante des ménages. Ce problème ne pouvait être résolu que par des interventions de l'État. Le recours à des marchés des capitaux sollicités à l'extrême s'est fait, dans une certaine mesure, selon des priorités fixées par l'État, l'accent étant mis notamment sur les mesures d'aide aux investissements des industries-clé et aussi sur des objectifs sociaux tels que l'encouragement de la construction de logements.

(1) Selon les renseignements fournis par la Federal Reserve Bank, l'actif des succursales de banques américaines établies à l'étranger est passé, en 1967, de 3,3 milliards de dollars, soit 27 %, à 15,7 milliards de dollars, dont 2,4 milliards sont imputables à la croissance des succursales européennes. Le fait que de 1961 à 1967 le nombre des filiales établies à l'étranger de 18 grandes banques américaines est passé à 307, c'est-à-dire à plus que double, témoigne de l'ampleur qu'a prise, au cours des dernières années, l'activité déployée à l'étranger par les banques américaines.

Bien qu'il ne soit plus question d'une pénurie structurelle de capitaux dans les pays de la Communauté, les gouvernements ont toujours fortement tendance à réglementer les marchés des capitaux.

49. Votre Commission voit dans le recours croissant des pouvoirs publics au marché des capitaux, fait dont il est difficile d'apprécier toute l'importance en raison des multiples interventions indirectes de l'État (notamment les prises en charge partielles des intérêts et certaines mesures fiscales), un obstacle considérable à l'édification d'un marché européen des capitaux. Il est manifeste que le recours des pouvoirs publics au marché des capitaux est déterminé avant tout par des considérations politiques et que le taux des intérêts que l'État est disposé à payer ne joue en l'occurrence, contrairement à ce qui se passe pour les entreprises privées, qu'un rôle secondaire. Il en résulte certains problèmes. C'est ainsi que dans certains pays, le gouvernement accepte délibérément de courir le risque d'un déficit pour pouvoir réaliser de larges réformes sociales ou de vastes programmes d'infrastructure économique, tandis que dans d'autres pays, le gouvernement se montre plus soucieux d'assurer l'équilibre budgétaire. Dans le premier cas, la politique de l'État entraîne une augmentation des taux d'intérêt et, dans le deuxième cas, les restrictions que l'État s'impose en matière de dépenses ont un effet modérateur sur l'évolution des taux d'intérêt. Il va de soi que cette opposition des politiques appliquées aux marchés de capitaux va à l'encontre du mouvement d'intégration souhaité.

50. Votre commission conclut à l'urgente nécessité d'une concertation sur les grandes lignes de la politique des marchés de capitaux et les instruments de mise en œuvre de cette politique. Il faudrait avant tout :

- réduire les perturbations temporaires de l'équilibre du marché en coordonnant progressivement les plans d'émission nationaux, c'est-à-dire en répartissant les émissions dans le temps (y compris les émissions étrangères) ;
- d'autre part, mettre fin aux systèmes d'émission pratiqués jusqu'ici, tendant à réserver une partie de l'offre de capitaux intérieure à des fins nationales ;
- harmoniser les interventions des États visant à régulariser le taux du loyer de l'argent ;
- harmoniser les mesures d'orientation des investissements dans les différents domaines, par exemple en matière d'investissements d'infrastructure, d'investissements sociaux, de mesures de restructuration, etc ;
- harmoniser les différents mécanismes d'action sur la demande de crédits (y compris les dispositions applicables au refinancement),

- harmoniser, dans le sens des mesures les plus progressistes, les différentes mesures visant à encourager l'épargne privée à long terme.

L'intégration devrait ensuite pouvoir se poursuivre par l'élimination systématique des dernières interventions indirectes de l'État dans le mécanisme du marché des capitaux en faveur de certains secteurs privilégiés. Les restrictions que les gouvernements pourraient s'imposer eux-mêmes dans ce domaine se traduiraient certes par une amélioration du fonctionnement des marchés des capitaux, mais qui plus est, leur application constitue une des conditions du rapprochement des marchés nationaux de capitaux.

## VIII — Nécessité d'une publicité plus poussée

51. Votre commission a déjà souligné qu'il importe pour la Communauté — tant qu'il n'existe pas dans la C.E.E. de marché des capitaux complètement intégré — d'exploiter plus complètement les possibilités qu'offre l'expansion du marché européen des capitaux. Il faudrait faire tout ce qui est possible pour que les entreprises de la Communauté bénéficient dans une mesure accrue des apports de capitaux sur ce marché.

52. Une des conditions à remplir si l'on veut atteindre ce but, c'est d'améliorer l'information du public quant à l'activité des sociétés dont les valeurs mobilières sont cotées en bourse. L'expérience des dernières années démontre que l'effort de publicité consenti par les emprunteurs américains, notamment, a valu aux sociétés américaines une position dominante sur le marché des euro-émissions. En recourant délibérément et largement à la publicité, les emprunteurs américains se sont assuré une position nettement privilégiée auprès des investisseurs internationaux.

Contrairement aux sociétés américaines, la plupart des sociétés de la Communauté ne sont pas encore pleinement convaincues des vertus de la publicité. Elles se contentent, en général, de se conformer au minimum requis dans les différents pays de la Communauté en vue d'assurer la protection de l'épargne. Mais cela ne suffit pas à surmonter les hésitations des acheteurs de valeurs mobilières. Si l'on veut réduire dans la Communauté la prédominance actuelle de l'épargne liquide au profit de l'épargne à long terme, et notamment de l'épargne sous forme d'achats de valeurs mobilières, il est indispensable de mieux informer les investisseurs potentiels de l'état des affaires, de la rentabilité et de la structure des avoirs et des capitaux des sociétés. Il faudrait surtout que les rapports de gestion des sociétés donnent à l'investisseur un meilleur aperçu des perspectives d'avenir et lui donnent le sentiment du dynamisme des entreprises. Plus la structure de l'entreprise sera transparente, plus l'investisseur se décidera facilement à affecter

ter ses capitaux non pas à des placements sans risques à court terme, mais à des opérations de financement à long terme des entreprises.

53. Votre commission considère que la définition, réclamée à plusieurs reprises par le Parlement, d'un type européen de société commerciale constitue une excellente occasion d'arrêter des dispositions uniformes en matière de publicité

des sociétés, répondant aux conditions énumérées ci-dessus. En outre, votre commission se réjouit de la coopération qui s'est organisée entre les autorités des États membres compétentes en matière de publicité, en vue, notamment d'éviter un renouvellement superflu, dans d'autres États membres, des formalités et contrôles qu'impliquent les introductions à la bourse et les émissions.

## Avis de la commission des finances et des budgets

Rédacteur : M. Corterier

La commission des finances et des budgets a été désignée comme commission compétente pour avis par lettre du bureau du Parlement du 11 septembre 1968.

M. Corterier a été désigné comme rédacteur de l'avis par la commission des finances et des budgets au cours de la réunion du 10 octobre 1968.

Le présent avis a été adopté à l'unanimité par la commission des finances et des budgets lors de sa réunion du 18 avril 1968.

Ettaient présents : MM. Spénale, président, Borocco, vice-président, Corterier, rédacteur de l'avis, Aigner, Ballardini, Bertoli, Bousch (suppléant M. Cointat), Mlle Flesch, MM. Memmel, Posthumus, Rossi, Westerterp et Wohlfart.

### Remarques préliminaires

1. La commission des finances et des budgets a été invitée à donner son avis à la commission économique, compétente au fond. Cette commission avait demandé que le Parlement pût de sa propre initiative présenter un rapport sur un problème aussi fondamental.

La commission des finances et des budgets est convaincue que les aspects les plus importants de la création d'un marché européen des capitaux sont d'ordre économique et politique. Certes, les aspects fiscaux ne sont pas secondaires, mais ils ne représentent qu'une partie du problème.

Dans le présent avis, toutefois, la commission des finances et des budgets, dans le cadre de sa compétence, s'intéressera surtout aux aspects fiscaux.

2. Comme la fin de la période transitoire approche pendant laquelle, ainsi que le prescrit l'article 67 du traité, doivent être éliminées les restrictions aux mouvements des capitaux entre les États membres et que cette matière est extrêmement importante, les commissions ont cru devoir prendre l'initiative d'un tel rapport.

Au moment même où la commission des finances et des budgets entamait l'examen et la discussion des aspects fiscaux de la création d'un marché européen des capitaux, la Commission des Communautés européennes soumit pour information au Parlement deux mémorandums qu'elle présente au Conseil. Le premier a pour objet la nécessité et les modalités d'une action dans le domaine des capitaux (doc. COM/200 du 5 mars 1969), le second, les mesures d'aménagement en matière d'impôts directs en vue de faciliter le développement et l'interpénétration des marchés dans la Communauté économique européenne (COM/201 du 5 mars 1969).

3. La commission des finances et des budgets se félicite des initiatives de la Commission, lesquelles sont d'ailleurs partiellement dues, ainsi qu'il est dit dans un des mémorandums, au fait qu'après la réunion des ministres des finances des 4 et 5 mars 1968, le Conseil a invité la Commission à élaborer une étude sur les problèmes posés par l'harmonisation de certaines dispositions fiscales et singulièrement des régimes de retenues à la source sur les dividendes et sur les intérêts d'obligations.

4. La première partie du présent avis (I - X) renferme les considérations, les suggestions et les remarques critiques que votre commission a cru devoir faire dans le cadre d'un rapport présenté sur l'initiative du Parlement. La deuxième, elle, contient quelques réflexions sur les deux mémorandums de la Commission des Communautés européennes et quelques comparaisons entre ces deux documents et les conceptions de votre commission.

5. Il convient de noter dès le stade de cette introduction que s'il y a lieu de se réjouir des initiatives prises par la Commission, il faut néanmoins constater que c'est dans une certaine mesure la Commission elle-même qui est responsable du retard encouru par l'élaboration des mesures de libération des marchés des capitaux, qui devraient encore être arrêtées avant la fin de la période transitoire. En effet, comme le montrent les pages qui suivent, les progrès réalisés dans ce domaine depuis 1962 sont extrêmement médiocres, pour ne pas dire nuls ; certes, le programme d'harmonisation des impôts directs date du 26 juin 1967, mais ce n'est que le 5 mars 1969 que la Commission répond à une invitation que le Conseil de ministres lui a adressée le 5 mars 1968 ! Et cela alors que la période de transition expire à la fin de cette année !

6. En outre, c'est par deux mémorandums que la Commission des Communautés européennes répond à l'invitation du Conseil. Votre commission est d'avis qu'un mémorandum n'est pas l'instrument par lequel la Commission peut le mieux assumer la responsabilité politique des initiatives qui lui reviennent en vertu du traité.

Indépendamment des réserves politiques que suscite la forme de l'initiative de la Commission, on notera que le mémorandum peut, à son tour, provoquer un nouveau retard, puisque, de toute manière, les initiatives de la Commission devront revêtir les formes traditionnelles.

### A — Thèse de la commission des finances et des budgets

#### *Introduction*

7. Dans les rapports parlementaires de ces dernières années, la création d'un marché européen

des capitaux<sup>(1)</sup> est présentée de plus en plus souvent et au moyen d'arguments pertinents comme une des conditions essentielles de la réalisation de l'union économique.

Les résolutions que le Parlement a adoptées sur la base des rapports cités en note déclarent unanimement qu'un marché unique des capitaux est un élément essentiel de la création d'un véritable marché commun.

Maintenant que l'union douanière est réalisée et que la période de transition touche à sa fin, ce marché européen des capitaux devient une nécessité, un « parallélisme » indispensable si l'on ne veut pas compromettre les résultats obtenus dans les autres secteurs économiques.

Nous avons désormais atteint un stade où, par suite de la cohérence de ce qui a déjà été réalisé, le manque de synchronisation dans la réalisation des objectifs communautaires risque de compromettre les résultats acquis.

8. Dans son examen des éléments nécessaires à l'édification d'un marché européen des capitaux, la commission des finances et des budgets s'intéressera principalement aux aspects fiscaux. Comme il convient de limiter l'objet de l'examen qui, sans cela, pourrait atteindre des dimensions exagérées, votre commission mettra surtout l'accent sur les éléments fiscaux qui, actuellement, font obstacle à la création d'une zone communautaire unique ou qui en faussent la structure et ne respectent pas le principe de la neutralité des régimes fiscaux.

La commission fonde ses considérations sur les enquêtes effectuées et les avis présentés par les institutions compétentes de la Communauté ou sous leur responsabilité. Elle estime nécessaire, au demeurant, d'insister particulièrement sur les obstacles fiscaux à la création d'un marché européen des capitaux, même lorsque certaines de ces questions ont déjà été étudiées en profondeur et avec un souci extrême de précision scientifique par des groupes d'experts des institutions compétentes.

La commission des finances et des budgets est d'avis que de tous les avis émanant de milieux scientifiques ou administratifs ce sont surtout l'appréciation et l'initiative du Parlement qui peuvent faire prendre conscience aux milieux responsables de la nécessité de certaines solutions.

(<sup>1</sup>) On trouvera des précisions supplémentaires dans les documents suivants:

- Rapport Lucker sur le premier rapport général de la Commission des Communautés européennes sur l'activité des Communautés (doc. 58/68);
- Rapport Elsner sur le projet de second programme de politique économique à moyen terme présenté par la Commission des Communautés européennes au Conseil (doc. 155/68);
- Rapport Dichgans sur l'activité future de la Communauté dans le domaine de la politique monétaire et la création d'une union monétaire européenne (doc. 138/67);
- Rapport Vals relatif à la communication de la Commission de la C.E.E. au Conseil sur la coopération monétaire et financière au sein de la Communauté économique européenne (doc. 103/64);
- Rapport Bousch sur la coordination des politiques budgétaires et financières (doc. 19/63);
- Rapport Van Campen sur la coordination des politiques monétaires dans le cadre de la C.E.E. (doc. 17/63).

## I — Règlements communautaires proposés et adoptés relativement à la création d'un marché européen des capitaux

9. Outre les deux directives déjà arrêtées par le Conseil en vue de l'exécution de l'article 67 du traité, il convient de signaler deux mesures de la Commission des Communautés, qui préparent la voie à un marché européen des capitaux, en ce sens que, combinées à d'autres dispositions, elles pourraient se révéler particulièrement importantes en ce qui touche l'objet du présent avis (<sup>2</sup>).

La Commission de la C.E.E. avait déjà proposé au Conseil une directive concernant les impôts indirects frappant les rassemblements de capitaux. Le Parlement s'était prononcé sur cette directive sur la base d'un rapport présenté dès le mois de juin 1965 (<sup>3</sup>) par M. Seuffert au nom de la commission du marché intérieur.

## II — Programme d'harmonisation des impôts directs

Les obstacles fiscaux existant dans ce domaine ont été traités sous l'angle général de la programmation dans le « Programme d'harmonisation des impôts directs » présenté par la Commission de la C.E.E. (<sup>4</sup>) en juin 1967.

Ce programme faisait d'ailleurs suite aux travaux importants qu'un groupe d'experts institué par la Commission de la C.E.E. avait consacrés à la création d'un marché européen des capitaux et terminés au mois de novembre 1966 (« Rapport Segré »).

Le rappel des dates de ces premières mesures est particulièrement instructif. Votre commission est convaincue que dans un domaine aussi important il ne suffit certainement pas d'établir des programmes pour que la réalisation en soit garantie. Des retards de trois, quatre ans ou davantage risquent toutefois, lors même qu'il ne s'agit que de mesures partielles, de retarder l'intégration, et un des buts du rapport du Parlement est de signaler ce danger. C'est d'autant plus vrai dans un domaine où l'interpénétration et la communauté d'action sont actuellement à ce point indispensables que, comme l'ont démontré les crises récentes, des consultations et des mécanismes d'action ont lieu même aux niveaux les plus élevés.

10. Le sens des mouvements de capitaux dépend dans une large mesure des impôts qui, dans chaque pays, frappent les transactions boursières, les rémunérations des capitaux et les émissions de titres. Il convient de souligner que, pour des raisons d'ordre fiscal également, ce courant des capitaux varie selon que les intéressés sont ou non des ressortissants du pays.

(<sup>2</sup>) Première directive pour la mise en œuvre de l'article 67 du traité, J.O. n° 43 du 12 juillet 1960 et deuxième directive du Conseil en date du 18 décembre 1962, complétant et modifiant la première directive pour la mise en œuvre de l'article 67 du traité, J.O. n° 9 du 22 janvier 1963.

Ces deux directives traitent surtout des autorisations et des licences de change pour les transactions et les transferts entre résidents des États membres.

(<sup>3</sup>) Doc. 64/65.

(<sup>4</sup>) Doc. 1480/final/1967 de la Commission des Communautés.

Le problème est, par conséquent, d'une double nature : il importe d'abord de mettre sur un pied d'égalité les citoyens des différents États membres, ce qui suppose un certain changement des structures fiscales qui, actuellement, limitent et cloisonnent les marchés ; c'est pourquoi il convient d'harmoniser au moins progressivement ces structures pour en garantir la neutralité et pour atteindre finalement le plus rapidement possible l'uniformité nécessaire à la création d'un marché unique.

Il est cependant évident qu'un obstacle à cette uniformisation des structures est formé par l'étroitesse du cadre national dans lequel ont été conçues jusqu'ici les structures du marché des capitaux, et notamment par les incidences budgétaires que pourrait avoir, par suite de la diminution de certaines recettes fiscales, une modification de la structure du régime fiscal.

Eu égard à la multiplicité des aspects du problème, le « Programme d'harmonisation des impôts directs » communiqué au Conseil par la Commission de la C.E.E. le 23 juin 1967 <sup>(1)</sup> concède surtout qu'il importe de mettre les solutions en œuvre progressivement et fait une distinction entre les problèmes susceptibles d'une solution immédiate et ceux pour lesquels l'harmonisation des structures fiscales ne pourra se faire que par une longue procédure.

### III — Proposition de directive concernant les impôts indirects frappant les rassemblements de capitaux

11. La Commission des Communautés avait pensé pouvoir, dès 1965, compter au nombre des problèmes susceptibles d'une solution immédiate les impôts sur les rassemblements de capitaux et, dans la proposition de directive en question, elle avait proposé la suppression des droits de timbre sur les titres (droit perçu à l'occasion de l'émission ou de l'importation de titres qui procurent aux entreprises privées ou aux organismes publics des capitaux d'emprunt <sup>(2)</sup>) ainsi que l'harmonisation au taux maximum de 1 % des droits d'apport (droits frappant les apports de capitaux propres à des sociétés de capitaux ou à des associations analogues quelle qu'en soit la forme).

Votre commission est cependant au regret de devoir constater que le Conseil n'a pas encore statué sur cette proposition de directive, du fait que ces deux mesures, bien que partielles, soulèvent déjà de considérables difficultés dans les domaines de la fiscalité et de la politique budgétaire, comme dans celui des principes.

A l'époque, la commission du marché intérieur avait l'impression que ces deux propositions péchaient par omission en ce qui regarde les objectifs essentiels de la libre circulation des capitaux. Elle était d'avis que le maintien du taux du droit d'apport à 1 %, ou plutôt l'élimination complète de

ce droit, « représente l'objectif minimum que l'on doit réaliser en ce domaine » <sup>(3)</sup>.

La commission des finances et des budgets attire l'attention sur le fait que, déjà considérables au moment où fut adoptée cette directive, les difficultés deviennent véritablement insurmontables si la volonté commune de trouver les solutions nécessaires fait défaut. L'actualité du rapport du Parlement européen, considérée dans le cadre de la Communauté, réside précisément, comme on l'a déjà dit, dans la mise en pleine lumière de cette carence.

Des solutions sont proposées en vue d'une inter-pénétration, laquelle a déjà fait l'objet d'études approfondies, de programmes et de diverses mesures de la Commission des Communautés, mais il appartient à la Communauté, par-delà les analyses des questions essentielles et des solutions techniques, de poursuivre sur cette voie, car c'est là qu'est le cœur du problème.

### IV — Problèmes posés par la programmation d'un marché commun

12. Votre commission est convaincue que tout plan, toute programmation demeurent inutiles si l'intégration n'est pas poursuivie dans une optique constructive et avec la volonté positive de résoudre les problèmes pendants. Si l'on considère, par exemple, la directive précitée, on notera que, dans la perspective de cette proposition, la suppression des droits de timbre sur les titres et l'harmonisation des droits d'apport étaient considérées comme des mesures à prendre d'urgence, parce qu'elles représentaient deux exemples pratiques de la double imposition. Du reste, comment arrêter un acte juridique qui, de toute manière, aura également des incidences budgétaires pour les États membres, si l'on ne prend pas en même temps, dans les nombreux domaines touchés, des mesures radicales de coordination d'harmonisation et d'interprétation ? Certes, il faut reconnaître que le Parlement est conscient de l'étroite interdépendance de ces problèmes. Il n'est, pour s'en convaincre, que de lire les résolutions concernant la coordination des politiques financières et budgétaires ou la coordination des politiques monétaires <sup>(4)</sup>. Mais quelles mesures du Conseil traduisent cette volonté et ces suggestions du Parlement ? Certes, des décisions du Conseil existent, par exemple en ce qui concerne la coopération des États membres dans les questions monétaires internationales ou la coopération des services administratifs compétents des États membres dans le domaine de la politique budgétaire <sup>(5)</sup>, mais il faut souligner que, bien qu'elles concernent des problèmes généraux, ces mesures sont partielles et, en tout cas, trop fragmentaires pour être à la mesure des objectifs recherchés. Une question parlementaire récente <sup>(6)</sup> en apporte la preuve.

Sans doute, le nombre des sessions au cours desquelles les ministres des finances ont abordé et examiné, entre autres questions, les problèmes de

<sup>(1)</sup> Doc. 1480/final de la Commission de la C.E.E.

<sup>(2)</sup> Cf. paragraphes 2 et suivants du rapport fait par M. Seuffert, au nom de la commission du marché intérieur, sur la proposition de la Commission de la C.E.E. au Conseil relative à une directive concernant les impôts indirects frappant les rassemblements de capitaux.

<sup>(3)</sup> Cf. paragraphes 1 et 6 de la résolution adoptée par le Parlement le 18 juin 1965.

<sup>(4)</sup> Cf. la première note en bas de page du présent avis.

<sup>(5)</sup> Cf. surtout J.O. n° 77 du 21 mai 1964.

<sup>(6)</sup> Cf. Questions écrites n° 317 au Conseil et n° 318 à la Commission des Communautés européennes dans le Bulletin n° 54 du 7 février 1969.

la création d'un marché européen des capitaux<sup>(1)</sup> a augmenté au cours de l'année écoulée, mais un parlementaire européen n'en a pas moins été amené à se demander, et il en a fait l'objet d'une question écrite, si ces conférences demeuraient dans le cadre institutionnel prévu par le traité de la C.E.E.

La commission des finances et des budgets présentera dans cet avis, sous une forme plus résumée encore que ne le fait, par exemple, la Commission des Communautés dans le programme d'harmonisation précité, les problèmes fiscaux découlant de la création d'un marché européen des capitaux. Mais il ressort dès maintenant des réflexions auxquelles elle s'est livrée que les points qui sont plus particulièrement de sa compétence ne sont qu'un élément du problème général dont les solutions doivent se chercher dans le contexte des corrélations exposées ci-dessus.

#### V — Création d'un marché commun et problèmes institutionnels

13. La commission du marché intérieur avait pensé que l'on pouvait considérer comme quasiment acquise la suppression des droits de timbre sur les titres, ayant constaté que les rentrées fiscales que représente cet impôt étaient, en chiffres absolus comme en pourcentage relatif, tellement infimes que les problèmes inhérents à sa suppression n'étaient aucunement insurmontables. Elle avait souligné que « dans aucun État membre cet impôt ne représente plus de 0,09 % de l'ensemble des rentrées fiscales »<sup>(2)</sup>. Enfin, l'harmonisation à un taux commun des droits d'apport crée, comme il était prévisible, des problèmes budgétaires aux États membres. Nous signalerons ces problèmes particuliers, parce qu'ils s'inscrivent dans un ensemble général de problèmes auxquels il convient de s'attaquer si l'on veut entreprendre une interpénétration approfondie des marchés des capitaux.

Votre commission se demande si cette proposition de réduction du taux des droits d'apport n'est pas compliquée encore par les questions institutionnelles qu'elle soulève indirectement au niveau communautaire. Déjà naguère, lorsque fut examiné un régime de taxes sur la valeur ajoutée qui confiait au Conseil de ministres de la Communauté le pouvoir de fixer un taux réduit de cette taxe, votre commission avait exprimé à ce sujet les mêmes réserves<sup>(3)</sup> que lui inspire, en l'espèce, un mécanisme d'harmonisation des impôts indirects sur les capitaux, qui confie au Conseil (du moins dans la proposition de directive) le pouvoir de fixer le taux réduit de cet impôt.

#### VI — Nécessité d'un calendrier

14. C'est un fait que les difficultés ne naissent pas d'« accidents de parcours » imprévus de l'un ou

l'autre système financier et économique des États membres, mais tiennent aussi à ce que, même lorsque l'on commence par des mesures d'une portée relativement réduite, on soulève le problème fondamental, celui de la création d'un marché européen des capitaux, sans faire preuve pour autant d'une volonté commune de parvenir à des solutions d'ensemble dans des délais déterminés. D'ailleurs, considéré sous cet angle, le programme d'harmonisation des impôts directs défini par les Communautés en 1967 est, lui aussi, une initiative fragmentaire, du moins à certains égards.

Pour transposer les idées dans la réalité, il faudrait, ne fût-ce qu'à titre indicatif, assortir ce programme d'un certain nombre de dates définies après mûre réflexion et sur la base de nombreux arguments, qui constituent au moins pour la Commission des Communautés européennes elle-même, une première obligation pratique. On ne saurait trop souligner que l'indication de délais est toujours un stimulant en même temps qu'une possibilité de contrôle; il y a aussi le fait que ce qui pouvait paraître prématuré en 1967 est devenu aujourd'hui une nécessité si l'on a égard aux faits évoqués au début de ce texte, qu'il s'agisse des événements internationaux intervenus sur le plan de la politique monétaire ou du degré de réalisation du Marché commun.

15. Malheureusement — la commission se doit de le souligner — le programme d'interpénétration des marchés nationaux de capitaux et de création d'un marché européen unique ne s'insère pas d'une façon suffisamment précise dans le projet de second programme de politique économique à moyen terme.

Dans son avis sur ce programme, la commission des finances et des budgets a souligné qu'une grande attention a été accordée au développement de l'épargne des entreprises et à la possibilité d'« améliorer les modalités de fonctionnement des marchés de capitaux » — notamment par la suppression progressive des cloisonnements — et a étudié la question de savoir s'il ne serait pas utile d'améliorer les modalités de régulation des marchés de capitaux<sup>(4)</sup>.

Ces considérations, qui résument en quelque sorte la troisième section du chapitre VI du second programme de politique économique à moyen terme, relatif à la « politique du développement de l'épargne et du financement des investissements », constituent de nouveaux arguments, venant s'ajouter à ceux qui ont été avancés aux paragraphes précédents, en faveur de la fixation de délais plus précis et de l'élaboration de programmes bien définis.

Mais, surtout, ces considérations font prendre conscience à votre commission du fait qu'une autre nécessité doit être reconnue, à savoir celle de la coordination des initiatives en vue d'atteindre des objectifs déterminés. Le chapitre VI du second programme de politique économique à moyen terme étudie sous un angle particulier le problème de

<sup>(1)</sup> Cf. particulièrement la conférence que les ministres des finances ont tenue à Garmisch-Partenkirchen les 13 et 14 janvier 1968.

<sup>(2)</sup> Cf. paragraphe 4 du document 64/65 précité.

<sup>(3)</sup> Cf. le rapport de M. Artzinger (doc. 121/68) sur la proposition de la Commission des Communautés européennes au Conseil (doc. 13/68) concernant une troisième directive en matière d'harmonisation des législations des États membres relatives aux taxes sur le chiffre d'affaires (Modalités communes d'application de la taxe sur la valeur ajoutée aux opérations portant sur des produits agricoles).

<sup>(4)</sup> Cf. le paragraphe 15 de l'avis rédigé par M. Borocco, annexé au rapport de Mme Elsner, fait au nom de la commission économique, sur le projet de second programme de politique économique à moyen terme présenté par la Commission des Communautés européennes au Conseil (doc. 155/68).

l'interpénétration des marchés nationaux de capitaux. Si l'on y réaffirme, encore que de façon très générale, la nécessité de l'interpénétration, on rapporte cette nécessité au problème de la régulation du marché des capitaux, c'est-à-dire à la nécessité de mettre en œuvre une politique prudente, qualitativement et quantitativement, de demande de capitaux.

Si l'on considère, comme il convient, un autre aspect du développement régulier du marché des capitaux, en s'interrogeant sur une des causes possibles de risque prévisible de perturbation de l'équilibre, la nécessité de préciser, de coordonner et de concrétiser les mesures à prendre, signalée par votre commission dans les paragraphes précédents, apparaît comme plus urgente encore. C'est là une nécessité absolue si l'on veut stimuler une volonté commune qui, comme on l'a dit, est souvent déficiente ou insuffisante ; mais c'est aussi, du point de vue d'une méthodologie moderne, un préalable à l'examen des problèmes économiques. Il convient de rappeler à ce propos qu'en matière de prévisions budgétaires des collectivités locales, il est désormais indispensable de s'inspirer, pour arrêter les budgets (qui définissent avec précision, eux aussi, un ensemble d'objectifs), de considérations de politique économique.

## VII — Les premiers règlements nécessaires

### a) Le problème de la double imposition

16. Les articles 67 et suivants du traité instituant la C.E.E. contiennent des dispositions relatives à la libre circulation des capitaux. L'article 67 prévoit essentiellement la suppression, au cours de la période de transition, des restrictions aux mouvements des capitaux entre ressortissants des États membres, mais seulement dans la mesure nécessaire au bon fonctionnement du Marché commun.

Cependant, le « rapport Segré » sur le développement d'un marché européen des capitaux retient la thèse du marché européen des capitaux et considère que si l'on atteint ce but, la relance du financement du développement économique des États membres se trouvera assurée.

Votre commission est, dans une large mesure, d'accord sur ces principes généraux.

Selon ce rapport, la création d'un marché européen général des capitaux se heurte principalement, à l'heure actuelle, aux obstacles fiscaux suivants :

- les doubles impositions ;
- le traitement préférentiel des investissements réalisés exclusivement dans le pays de la résidence fiscale ou, inversement, l'application de charges spéciales frappant uniquement les placements faits dans certains pays membres ;
- le traitement différent d'un pays à l'autre des revenus mobiliers payés à des non-résidents ou à des personnes gardant l'anonymat.

17. Pour illustrer l'importance du problème des doubles impositions, le programme, déjà cité plusieurs fois, d'harmonisation des impôts directs établi par la Commission de la C.E.E. signale notamment

que le principe des retenues à la source sur les dividendes et les intérêts d'obligations est défini dans les trente relations bilatérales possibles entre les six États membres <sup>(1)</sup>. On lit en outre, dans ce document, que « les conventions bilatérales actuelles s'inspirent de principes différents et parfois même opposés, et de ce fait, les méthodes employées pour éliminer la double imposition varient beaucoup d'une convention à l'autre, ce qui est une première source de complication. Une deuxième source beaucoup plus importante provient de la procédure d'application des conventions qui entraînent très souvent pour les contribuables et les organismes payeurs des formalités qui se répètent à chaque opération de paiement, donc très nombreuses » <sup>(2)</sup>.

Il ressort donc de ce document que les retenues à la source sur les dividendes et les intérêts d'obligations demeurent une cause de double imposition, de surcharge fiscale ou de complication pour l'investisseur, qu'elles sont à l'origine de mouvements anormaux de capitaux et qu'elles font obstacle à l'interpénétration des marchés de capitaux des États membres.

La Commission des Communautés européennes envisage deux solutions pour remédier à cette difficulté et, en ce qui concerne la possibilité d'application de la solution choisie, elle distingue deux étapes : pour être réaliste, comme le dit la Commission des Communautés européennes, la retenue à la source devrait, dans un premier temps, conserver « son caractère d'acompte d'impôt aussi bien dans les relations entre les Six que sur le plan national » ; d'autre part, le contrôle automatique des revenus d'un résident d'un pays membre ne devrait pas être élargi à toute la Communauté.

Dans un deuxième temps, qui suppose d'ailleurs une étroite collaboration entre les États membres, un système de contrôle plus sévère pourrait être appliqué, comme c'est le cas, par exemple, en France.

Votre commission souligne, comme le fait d'ailleurs aussi la Commission des Communautés européennes, que l'application d'un contrôle non automatique et non strict présente l'inconvénient de donner en définitive aux contribuables la possibilité d'encaisser leurs revenus à l'insu de leur administration fiscale. D'un autre côté, si la distinction en deux étapes est effectivement la condition de la mise sur pied d'un système réaliste et partant, d'une solution organique du problème de la double imposition, votre commission *demande*, en dépit des inconvénients d'un contrôle strict, *l'application de celui-ci* et invite en outre la Commission des Communautés européennes à élaborer les propositions voulues et non seulement à définir le principe de la seconde étape, mais aussi à prévoir comment celle-ci pourra se situer dans le temps.

18. La deuxième condition à remplir si l'on veut éviter la double imposition, c'est d'éliminer les formalités et les complications qu'implique la mise en œuvre des accords bilatéraux actuels. La Commission des Communautés européennes estime que pour remédier à ces difficultés, « dans les relations entre

<sup>(1)</sup> Cf. p. 8 du programme d'harmonisation des impôts directs de la Commission de la C.E.E., doc. 1480/final du 23 janvier 1967.

<sup>(2)</sup> page 10, op. cit.



États membres, la restitution devrait toujours être opérée par l'administration fiscale de l'État du domicile ». Cette solution suppose évidemment la mise sur pied d'un système de compensation financière entre les États membres. Dans le cadre de ce système, les compensations pourraient être effectuées globalement et non, comme le prévoit le programme d'harmonisation de la Commission de la C.E.E., cas par cas comme cela se fait aujourd'hui.

19. Votre rapporteur a étudié de manière approfondie, bien qu'il s'en soit tenu à ses aspects généraux, le problème de la double imposition, car il semble évident qu'il faudra d'abord éliminer cet obstacle si l'on veut atteindre l'objectif envisagé. Il souhaite, avec la Commission des Communautés européennes, que soit d'abord conclue une *convention multilatérale* entre les États membres.

Le programme d'harmonisation affirme la nécessité de conclure en tout cas une convention multilatérale pour supprimer les doubles impositions « qui, malgré le processus d'harmonisation envisagé, ne pourraient pas être éliminées » (\*).

Votre commission estime que cette convention multilatérale entre les États membres est également nécessaire pour accélérer le processus d'interpénétration. Si l'harmonisation des structures fiscales ne permet pas, à elle seule, de mettre fin aux difficultés et si, en outre, on tient compte du fait qu'elle ne pourra en tout cas être réalisée qu'à long terme, la conclusion d'une convention multilatérale reste la démarche la plus immédiate, la plus réaliste et la plus efficace pour progresser dans cette voie.

#### b) Les charges fiscales des concentrations

20. De l'avis de votre commission, il faut aussi que soit résolu un problème fondamental inhérent à l'extension des marchés nationaux de capitaux, celui de la suppression des entraves fiscales à la concentration des entreprises. Le problème est lié aux nouvelles dimensions que doivent prendre les entreprises pour s'adapter au Marché commun, et sa solution doit aussi permettre un développement harmonieux des secteurs de l'économie dans lesquels coexistent grandes et petites entreprises. Le Conseil a consulté le Parlement sur les deux projets de propositions de directive suivants, élaborés par la Commission des Communautés européennes :

- le premier concerne le régime fiscal commun applicable aux fusions, scissions et apports d'actif intervenant entre sociétés d'États membres différents ;
- le second concerne le régime fiscal commun applicable aux sociétés mères et filiales d'États membres différents.

Étant donné que la Commission doit se prononcer prochainement sur ces problèmes particuliers, elle renvoie aux avis qu'elle aura à émettre ultérieurement.

#### c) *Opportunité d'une « imposition modèle » applicable au moins aux titres et obligations de la Banque européenne d'investissement*

21. La Banque européenne d'investissement, qui procède avec prudence lorsqu'il s'agit de solliciter le marché des capitaux, a, par exemple, découvert de manière pragmatique la possibilité de contrer les risques de change auxquels ses propres transactions pourraient être exposées. L'artifice technique permettant de réduire le risque de change consiste surtout à donner à l'emprunteur un « assortiment » de différentes devises et, le cas échéant, à utiliser la monnaie nationale et à verser des acomptes selon les nécessités.

La banque, institution internationale autonome, agissant dans l'intérêt commun, a, dans le Marché commun, une fonction régulatrice. Cela étant, votre commission a demandé si la banque ne pourrait pas contribuer de la même manière à encourager techniquement, dès maintenant, le processus d'interpénétration des marchés des capitaux. On pourrait, par exemple, soumettre non seulement les émissions de la banque, mais aussi les intérêts des titres émis dans les six États membres à une fiscalité uniforme, qui pourrait peut-être servir de modèle et par conséquent, être étendue progressivement.

#### VIII — *Les problèmes à long terme : le rapprochement des structures de l'impôt sur les revenus mobiliers et la coordination des politiques fiscales et budgétaires*

22. D'autre part, le rapprochement des structures de l'impôt sur les revenus mobiliers et l'application générale des mêmes impôts sur les sociétés constituent, fût-ce à long terme, une contribution substantielle à la création d'un marché européen des capitaux.

Le rapprochement des structures appelle, à son tour, une harmonisation des taxes et exonérations. Étant donné que des modifications structurelles aussi profondes exigent des délais précis ainsi que l'analyse des éléments et la coordination des mesures qui pourraient être proposées, la commission des finances et des budgets estime que la Commission des Communautés européennes devrait étudier et proposer dès à présent un cadre complet et général de tous les problèmes, sans négliger de prévoir des délais d'exécution.

23. Étant donné en outre que les problèmes des recettes budgétaires et du produit de l'impôt doivent être examinés si l'on veut pouvoir faire face aux modifications pouvant découler de la nouvelle structure de l'impôt sur les revenus mobiliers, et qu'enfin on ne pourra prévoir aucune mesure unilatérale qui puisse remettre l'acquis (le marché européen des capitaux) en cause, les États seront contraints de recourir de plus en plus à la politique fiscale et budgétaire plutôt qu'au marché des capitaux pour résoudre les problèmes résultant de la conjoncture ou les problèmes cycliques. Aussi votre commission estime-t-elle qu'il s'impose de prévoir la coordination de ces politiques fiscales et budgétaires et ce, nous le répétons, en s'inspirant d'idées, d'objectifs et de principes suffisamment détaillés pour permettre l'établissement d'un programme concret de politique économique de la Communauté.

(\*) Cf. doc. 1480/final, p. 6.

IX — *Le marché des capitaux et la fin  
de la période de transition*

24. Le programme — on l'a déjà dit — devrait aussi comprendre un calendrier d'exécution de ses différents points.

Il convient de souligner à ce propos que le programme d'harmonisation des impôts directs ne prévoit qu'une seule échéance, juillet 1968, pour la réalisation de certains objectifs partiels. Mais ne prévoir que cette date, qui est certes précieuse par sa valeur d'indication, c'est simplifier à l'excès la notion de calendrier. En effet, seul un calendrier détaillé peut constituer véritablement un cadre de mise en œuvre du programme.

Le calendrier du programme de réalisation du droit d'établissement et de la libre prestation des services constitue à cet égard un exemple très positif, qui mérite d'être systématisé et, en tout cas, appliqué à la poursuite d'un objectif aussi important que l'est celui de la réalisation du marché européen des capitaux. Le programme devrait permettre de prendre les mesures qui s'imposent sur le plan institutionnel, de même que sur le plan du droit communautaire et, enfin, sur le plan du rapprochement des législations des États membres, pour atteindre l'objectif envisagé. Indépendamment des considérations de principe, on passera aux réalisations concrètes en commençant par définir les règlements communautaires qu'il s'impose de proposer, ainsi que les législations des États membres à harmoniser.

25. Les mesures à proposer, qui devront être bien détaillées, comme le souhaite le paragraphe précédent, devront faire partie intégrante d'un ensemble qui se référera aux orientations générales en matière d'harmonisation et de coordination des politiques fiscales et budgétaires. Cette harmonisation est d'ailleurs la condition même de la réalisation du marché européen des capitaux et sa garantie.

26. Étant donné que le processus d'harmonisation des législations dans le domaine de la double imposition ne pourra être mené à bien qu'à long terme, la commission des finances et des budgets souligne la nécessité de résoudre ce problème fondamental dans un délai réduit, ce qui implique la conclusion, au moins entre les États membres de la Communauté, d'une convention multilatérale.

27. La commission des finances et des budgets recommande que le Conseil adopte dans les plus brefs délais la directive (à laquelle il est fait allusion dans le texte de l'avis) relative aux impôts directs sur l'accumulation de capital ou, plus précisément, à la suppression de l'impôt sur les valeurs mobilières et à un premier rapprochement des impôts sur les sociétés.

A ce propos, la commission des finances et des budgets souligne l'importance d'un examen approfondi des problèmes institutionnels inhérents au droit de fixer le taux de cet impôt au plan communautaire. Elle estime nécessaire que la Commission des Communautés européennes présente des propositions précises quant aux problèmes institu-

tionnels que peuvent poser la suppression ou l'harmonisation des impôts indirects et directs sur l'accumulation de capital et le transfert de pouvoirs en matière fiscale du plan national au plan communautaire.

28. La commission des finances et des budgets insiste en outre pour que la troisième directive proposée pour la mise en œuvre de l'article 67 du traité de la C.E.E. soit adoptée dans les plus brefs délais.

29. La commission des finances et des budgets souhaite également que les propositions de directives concernant

- le régime fiscal commun applicable aux fusions, scissions et apports d'actif intervenant entre sociétés d'États membres différents, et
- le régime fiscal commun applicable aux sociétés mères et filiales d'États membres différents

soient adoptées le plus rapidement possible.

30. La commission des finances et des budgets souligne que les États membres doivent au moins prévoir le même traitement fiscal pour les revenus d'obligations de la Banque européenne d'investissement.

31. La commission des finances et des budgets estime enfin qu'à long terme le problème de l'harmonisation des impôts sur les sociétés et du rapprochement des mesures d'exonération fiscale doit être examiné et résolu en liaison avec les problèmes du développement du système fiscal et budgétaire commun. Si le rapprochement des impôts entraîne effectivement des modifications dans les recettes budgétaires des États membres, il serait plus constructif de chercher la compensation nécessaire dans un système fiscal et budgétaire commun. Ce système pourrait constituer un point de départ pour le rôle que le budget fédéral doit remplir dans une fédération en tant que répartiteur d'une partie substantielle du produit de l'impôt.

32. En vertu de l'article 67 du traité instituant la C.E.E., la libre circulation des capitaux doit, elle aussi, être réalisée avant la fin de la période de transition. Il est vrai que cet article renferme un programme qui autorise, ainsi qu'on l'a déjà dit, à la fois tout ou rien.

En effet, suivant l'article 67, les restrictions aux mouvements des capitaux ne doivent être supprimées que « dans la mesure nécessaire au bon fonctionnement du Marché commun ». Or, si l'on s'en tient aux faits, que les événements de ces dernières années ont encore plus nettement mis en lumière, il est absolument indéniable que la création d'un seul et unique marché européen des capitaux est une condition nécessaire au « bon fonctionnement du Marché commun ».

Il s'agit d'une condition vitale, et l'action de la Commission des Communautés et du Conseil dans ce domaine sera donc jugée en fonction de cette exigence. Et, ainsi que nous avons pu le voir, le verdict, à la fin de la période de transition, pourrait être d'autant plus sévère.

## B — Examen des mémorandums de la Commission au Conseil

X — *Les propositions faites par la Commission dans le mémorandum sur les mesures d'aménagement en matière d'impôts directs destinées à faciliter le développement et l'interpénétration des marchés de capitaux dans la Communauté économique européenne* <sup>(1)</sup>

33. L'un des deux mémorandums transmis par la Commission des Communautés concerne directement les problèmes fiscaux liés au bon fonctionnement du marché des capitaux. La Commission y expose de façon concrète et systématique les mesures qui s'imposent à court terme.

Elle constate tout d'abord qu'à la fin de la période de transition des mesures de neutralisation doivent être prises dans le cadre de la libération des mouvements de capitaux, et elle définit la notion de neutralité fiscale (p. 4) — neutralité fiscale signifie dans ce contexte que la fiscalité directe ne doit plus avoir d'incidence sur le lieu de placement et qu'il n'existe plus aucune discrimination entre investisseurs de différents pays —. Le texte précise ensuite : « Étant donné que les systèmes d'impôts sur le revenu existant dans les États membres ne sont pas harmonisés et que de telles disparités sont appelées à subsister, il importe de limiter l'harmonisation aux éléments objectifs de la fiscalité directe qui sont perçus, sans prendre en considération la situation personnelle des bénéficiaires de revenus » (p. 4).

Le premier de ces éléments est la « retenue à la source », qui « frappe aussi bien le produit des titres à revenu fixe que celui des titres à revenu variable ». La solution de ce problème est de la première urgence, étant donné que la retenue à la source entraîne une double imposition dont l'élimination, ainsi qu'il ressort des pages précédentes, constitue le premier pas vers la libération des mouvements de capitaux.

34. La Commission des Communautés européennes déclare tout d'abord que la « solution idéale des problèmes posés par la double imposition internationale des revenus de capitaux résiderait dans l'imposition exclusive dans le pays de résidence du bénéficiaire des revenus et dans l'abolition de toute retenue à la source », cette solution étant la plus conforme au caractère d'une Communauté européenne, et elle ajoute que « si les États membres maintenaient, pour des raisons techniques ou fiscales, le système de la retenue à la source, il conviendrait de rendre celui-ci transparent et neutre » (p. 6).

Pour ce qui concerne l'harmonisation des taux de retenue à la source, la Commission des Communautés fait une distinction entre les intérêts d'obligations et les dividendes d'actions.

35. A propos des taux de retenue à la source sur les intérêts d'obligations, la Commission fait remarquer que, dans son programme d'harmonisation des impôts directs du 26 juin 1967, elle s'était prononcée en faveur de l'harmonisation des taux et de l'adoption d'un taux aussi peu élevé que possible, afin de

ne pas perturber les marchés financiers des États membres qui ne perçoivent pas ces impôts.

La Commission souligne toutefois dans son mémorandum « que la meilleure solution consisterait dans la suppression pure et simple de la retenue à la source ». Cette solution lui paraît possible, étant donné que, d'une part, cet impôt n'est pas d'une grande importance pour les recettes fiscales et que, d'autre part, la perte éventuelle de recettes « serait plus que largement compensée par les avantages économiques qui résulteraient de la suppression de la retenue à la source, ce qui, en fin de compte, pourrait se traduire par un accroissement sensible des recettes fiscales globales » (p. 9).

Plus important encore est l'argument selon lequel il n'y a aucune retenue à la source sur le marché international et notamment sur le marché des euro-émissions.

36. Pour les dividendes, la Commission déclare que l'harmonisation de ces impôts « soulève, dans l'optique d'un développement du marché européen des capitaux, un problème moins urgent que celui des intérêts des obligations » (p. 12).

Cette constatation est faite après énumération des raisons qui incitent les investisseurs à acquérir des titres à revenu variable.

Sur ce problème également, le point de vue de la Commission s'est modifié par rapport au programme d'harmonisation des impôts directs qu'elle préconisait en juin 1967. En effet, dans ce programme, elle recommandait aux gouvernements français et belge d'apporter des modifications à leur système en vue de les adapter au système communautaire <sup>(2)</sup>.

La Commission doit reconnaître que les États membres qui appliquent ce système ne sont pas prêts à étendre l'avantage de l'avoir fiscal ou du crédit fiscal à des non-résidents « s'ils n'obtiennent pas des autres États membres, en compensation, des avantages correspondants pour leurs propres résidents ».

Cette difficulté ne pouvant être éludée, la Commission estime qu'il importe avant tout de résoudre le problème de la double imposition au niveau communautaire.

Si une telle solution devait exiger de trop longs délais, « perpétuant ainsi une situation dont les inconvénients sont réels » (p. 13 du mémorandum), il serait opportun, d'après la Commission, de chercher au niveau communautaire une solution qui consisterait à supprimer les difficultés existant dans les deux États membres cités.

37. Les conclusions du mémorandum donnent cependant l'impression qu'il ne faut pas s'attendre à voir ce problème résolu sous peu d'une façon globale, étant donné qu'on n'en est encore qu'au stade des recherches et des études, études et recherches dont on résume ainsi l'orientation :

— « opportunité d'alléger la double imposition économique des dividendes » ;

<sup>(1)</sup> A la p. 12 du mémorandum, nous pouvons lire qu'en France et en Belgique « l'actionnaire se voit octroyer un avoir fiscal ou un crédit d'impôt correspondant à une fraction de l'impôt sur les sociétés supporté par la société distributrice et déductible de l'impôt personnel de l'actionnaire ».

<sup>(2)</sup> Doc. COM/201 du 5 mars 1969.

- « examen comparé des conséquences économiques, sociales et fiscales des différents systèmes possibles d'allègement de la double imposition économique des dividendes et ce, tant sur le plan des relations intracommunautaires que sur celui des relations avec les pays tiers » (p. 14 du mémorandum).

#### XI — *Le point de vue de la commission des finances et des budgets*

38. Au sujet du mémorandum qui, en fin de compte, ne vise qu'à résoudre les problèmes liés à la retenue à la source sur les intérêts d'obligations et sur les dividendes d'actions, votre commission tient à formuler avant tout une observation d'ordre général. Comme il a été souligné, il s'agit de solutions pragmatiques, provisoires et intérimaires.

Il est évident que les timides tentatives d'intégration du marché des capitaux doivent être renforcées et que chaque initiative présente en elle-même une importance fondamentale. Ainsi que votre commission l'a déclaré dans les paragraphes précédents, il faut toutefois éviter que les solutions intérimaires ne se transforment en solutions durables. Il ne peut être question de renoncer à chercher dès maintenant des solutions appropriées aux problèmes plus difficiles — tels que, par exemple, le problème des retenues à la source sur les dividendes —, même si l'ajournement de ces solutions permet parfois d'éviter une situation difficile. Tout bien considéré, la Commission ne fait aucune proposition pour ce qui est de la retenue à la source sur les dividendes. Elle abandonne toutefois les solutions partielles envisagées en 1967.

A cet égard, on peut difficilement accepter l'argument selon lequel ce problème serait moins urgent dans le cadre de la création d'un marché commun des capitaux, pour la simple raison que la nature des motifs qui conduisent les épargnants à placer leurs économies en actions plutôt qu'en obligations est différente.

Alors que, d'autre part, en particulier en ce qui concerne la retenue à la source sur les intérêts d'obligations, la Commission a disposé d'un délai de réflexion aussi long, du mois de juin 1965 jusqu'à maintenant, et alors qu'elle pense avoir trouvé la solution idéale, il est difficile de comprendre — ainsi que nous l'avons déjà dit dans cet avis — pourquoi elle n'a pas présenté de proposition précise qui ouvre la procédure d'adoption d'un règlement communautaire. Cela est d'autant plus incompréhensible que le Conseil a déjà annoncé, dans sa décision des 4 et 5 mars 1968, son intention d'entreprendre une action dans ce domaine.

#### XII — *Mémorandum sur la nécessité d'une action dans le domaine des capitaux* <sup>(1)</sup>

39. Ce mémorandum ressortit dans une moindre mesure à la compétence de la commission des finances et des budgets, puisqu'il étudie essentiellement les principes économiques qui président à la libération du marché des capitaux.

Il est intéressant pour la commission des finances et des budgets de constater que la Commis-

sion des Communautés européennes relève l'interdépendance étroite qui existe entre les domaines budgétaire, monétaire et financier et que, partant de cette constatation, elle recommande, d'une façon générale l'adoption d'une politique monétaire et budgétaire appropriée au niveau communautaire.

La commission des finances et des budgets reconnaît avec la Commission des Communautés européennes que le processus d'intégration mène inéluctablement à des solutions d'ensemble.

En ce sens, on peut dire que tout succès, toute possibilité d'action dépendent de la volonté politique des États membres. Il est exact notamment, ainsi que le souligne la Commission des Communautés européennes, qu'au-delà d'un certain seuil, les progrès dans le domaine financier dépendent largement d'une harmonisation dans les domaines budgétaire et monétaire (voir p. 5 du document cité).

Étant donné, d'autre part, que l'absence d'un marché européen des capitaux met également en péril d'autres objectifs très importants du traité (p. 2 du document cité), il convient de faire observer que, passée la période de transition, la méthode tendant à la réalisation progressive des objectifs est, elle aussi, insuffisante du point de vue structurel.

40. Tout au long de ces années, toute initiative, ne s'agissait-il que d'une mesure partielle, déclenchait des phénomènes d'ordre plus général. Cela n'était que naturel puisqu'il s'agissait de la construction de la Communauté et que les premières phases ne pouvaient constituer que des solutions intérimaires.

Aujourd'hui, cependant, les prémisses sont fausses si elles ne renferment pas de conceptions précises quant à la politique future. Au cours de la période de transition, tout arrêt signifiait une rétrogradation ; aujourd'hui, et plus encore à partir de l'année prochaine, l'adoption de solution partielle serait plus préjudiciable encore que celle de solutions qui, ne fût-ce que progressivement, seraient mises en œuvre en vue de l'application d'une politique générale, et cela vaut particulièrement pour les domaines auxquels se rapportent ces considérations.

Votre commission a l'impression — ainsi qu'elle l'a exposé en détail dans les pages précédentes — que la situation décrite ci-dessus est due au fait qu'aux hésitations politiques de l'un ou de l'autre État membre s'ajoute encore le caractère timide des initiatives prises au niveau communautaire.

Dans cette conviction, votre commission ne peut se rallier entièrement au mémorandum en tant que tel <sup>(2)</sup>.

Abstraction faite des explications données dans les dernières pages du texte, qui font simplement allusion à une série de mesures prévisionnelles à court terme (les mesures fiscales sont décrites dans le premier mémorandum : ces mesures concernent également l'amélioration de l'information du public, en particulier sur l'activité des sociétés, l'émission et l'introduction en bourse de valeurs mobilières et enfin sur la diversité et l'harmonisation des types de valeurs mobilières offertes au public) ou à des mesures déjà proposées mais non encore adoptées par le Conseil de ministres (en particulier aux me-

(1) Doc. COM/200 du 5 mars 1969.

(2) III<sup>e</sup> partie, p. 6 et suivantes.

sures que renferme la troisième directive proposée en application de l'article 67 et relative à la suppression des dispositions discriminatoires quant à l'accès des émetteurs aux marchés financiers, à l'introduction en bourse de valeurs mobilières et à l'acquisition de ces valeurs mobilières sur les différents marchés nationaux, ainsi qu'à une certaine réglementation des dispositions des États membres en matière de législation sur les devises), le mémorandum servira peut-être à donner une nouvelle impulsion à l'action de la Communauté dans ce domaine ; mais il ne semble pas qu'il soit apte à donner une forme concrète à une initiative aussi fondamentale pour la Communauté et aussi importante du point de vue politique.

C'est pourquoi votre commission espère que dès avant la fin de la période de transition, la Commission des Communautés européennes prendra — sous forme de propositions de mesures déterminées — une série d'initiatives concrètes propres à créer les conditions pratiques nécessaires pour parvenir à l'établissement d'un marché européen des capitaux.

### Conclusions

La commission des finances et des budgets :

41. à laquelle il appartient uniquement d'examiner les aspects fiscaux du problème de l'établissement d'un marché européen des capitaux, doit insister expressément, de concert avec la Commission des Communautés européennes, sur la nécessité de poser le problème dans le cadre plus vaste d'une harmonisation des politiques monétaires, budgétaires et financières ;

42. est convaincue que l'harmonisation de ces politiques constitue une des tâches les plus importantes de la Communauté et exige par conséquent des prévisions à long terme et une action progressive. Cependant, le retard étant aujourd'hui déjà très grand et la période de transition touchant à sa fin, le choix des délais dans lesquels certains objectifs doivent être atteints, semble être non plus un problème secondaire ou technique, mais un problème hautement politique. Il est en outre une condition indispensable pour atteindre d'autres objectifs essentiels de l'intégration ;

43. invite instamment le Conseil à arrêter la troisième directive proposée en application de l'article 67 du traité ainsi que les mesures annexes, comme par exemple la directive concernant certains impôts indirects frappant la constitution de capitaux, les droits de timbre et les impôts sur les mises de fonds ;

44. est d'avis que la coordination des politiques économiques et singulièrement des politiques financières, monétaires et budgétaires doit résulter de la création ou du renforcement d'instruments communautaires permettant, dans un Marché commun, de venir à bout des problèmes qui sont actuellement résolus dans les différents pays à l'aide des instruments existants, ainsi le bilan économique, la politique financière et les banques centrales.

La nécessité de transposer ces instruments au plan communautaire revêt une importance décisive

pour la réalisation d'un marché commun des capitaux. En ce sens, il faut espérer qu'à long terme non seulement les impôts directs et indirects frappant les capitaux soient harmonisés, mais surtout que le budget de la Communauté présente les caractéristiques particulières d'un bilan économique et que l'activité de la Banque européenne d'investissement présente les marques spécifiques de l'activité des banques centrales ;

45. constate que la coordination des impôts frappant la constitution de capitaux peut également rendre nécessaire le transfert de compétences fiscales à la Communauté, ce qui poserait des problèmes institutionnels qui devraient être examinés et résolus ;

46. est d'avis que la coordination des initiatives prises en vue d'atteindre ces objectifs doit être le fruit de la volonté politique des États membres tout en s'exprimant à l'intérieur du cadre institutionnel de la Communauté. Elle estime à cet égard que l'élaboration d'une convention multilatérale en vue de l'élimination des doubles impositions, si elle représente une initiative réaliste, ne peut constituer qu'une mesure provisoire en vue d'une harmonisation plus générale des dispositions législatives des États membres ;

47. compte tenu des observations générales formulées au paragraphe précédent, elle considère comme purement provisoires les solutions dont la Commission des Communautés européennes recommande l'adoption au Conseil en vue d'un rapprochement des taux des retenues à la source appliquées aux intérêts d'obligations et aux dividendes ;

48. partage l'opinion de la Commission des Communautés européennes selon laquelle il convient, en raison des aspects économiques et financiers positifs d'une telle mesure, de supprimer toute retenue à la source sur les intérêts d'obligations, comme le prévoit la réglementation relative aux émissions d'eurodollars.

A cet égard, elle est également d'avis que l'on devrait instaurer un système fiscal uniforme pour les emprunts européens émis par la Banque européenne d'investissements ;

49. estime que les idées exprimées par la Commission dans le mémorandum au Conseil devraient se traduire dans le plus bref délai par des mesures communautaires spécifiques, sans quoi les tergiversations intervenues depuis 1962 et l'absence de règlements applicables à ce secteur pourraient paralyser les efforts déployés en vue de la création d'un marché européen des capitaux ;

50. est convaincue que l'arrêt qui s'est produit dans la construction de la Communauté provient de l'absence d'une volonté politique résolue et qu'en outre les récentes crises monétaires internationales ont montré la nécessité d'une coordination des instruments conjoncturels, fiscaux et budgétaires. Une telle coordination ne peut, à son avis, être efficace que si elle garantit aux États membres des conditions fondées sur une réciprocité absolue ; il s'agira donc moins naturellement d'une coopération, d'ailleurs très importante, des banques centrales que d'une activité à l'échelon communautaire, telle qu'elle est prévue dans le traité de la C.E.E. sur le plan institutionnel, politique et économique.

